

# **Projekt implementace konceptu ekonomické přidané hodnoty do podniku XY, a. s.**

Bc. Jana Nožičková

---

Diplomová práce  
2010

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2009/2010

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Jana NOŽIČKOVÁ**

Osobní číslo: **M08399**

Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**

Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt implementace konceptu ekonomické přidané hodnoty do podniku XY, a.s.**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

#### I. Teoretická část

- Na základě literární rešerše zpracujte problematiku výkonnosti podniku se zaměřením na ekonomickou přidanou hodnotu.

#### II. Praktická část

- Charakterizujte podnik XY, a.s. a analyzujte dosavadní vývoj podniku pomocí klasických ukazatelů výkonnosti.
- Zhodnoťte výkonnost podniku využitím ukazatele EVA a identifikujte faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu.
- Navrhněte projekt implementace konceptu EVA do řízení podniku XY, a.s.

### Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**  
Rozsah příloh:  
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

**Seznam odborné literatury:**

- [1] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.  
[2] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. ISBN 80-247-0125-1.  
[3] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 1. vyd. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-86131-63-7.  
[4] YOUNG, S. D., O'BYRNE, S. F. EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation. New York: McGraw-Hill, 2001. ISBN 0-07-136439-0.

Vedoucí diplomové práce: **Mgr. Miroslav Chodúr**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **29. března 2010**  
Termín odevzdání diplomové práce: **3. května 2010**

Ve Zlíně dne 29. března 2010

doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*děkanka*



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby <sup>1)</sup>;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí;
- na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3 <sup>2)</sup>;
- podle § 60 <sup>3)</sup> odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60 <sup>3)</sup> odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům.

Ve Zlíně 3. 5. 2010



*1) zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací.*

*(1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.*

*(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.*

*(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.*

2) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

(3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacího zařízení (školní dílo).

3) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst.

3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

(2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jim dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlíádne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

## **ABSTRAKT**

Tato diplomová práce se zabývá konceptem ekonomické přidané hodnoty (EVA) jako měřítkem výkonnosti podniku a jeho následnou implementací do řízení podniku XY, a.s. V teoretické části je provedena rešerše literárních pramenů týkající se výkonnosti podniku se zaměřením na ukazatel EVA. Praktická část nabízí zhodnocení výkonnosti podniku pomocí finanční analýzy a následně podle konceptu EVA a jsou odhaleny faktory, které ovlivňují výkonnost v daném podniku. V závěrečné části je navržena implementace konceptu EVA do řízení podniku XY, a.s.

**Klíčová slova:** Ekonomická přidaná hodnota, implementace, výkonnost podniku, hodnotové řízení podniku

## **ABSTRACT**

This master thesis is concerned with the concept of Economic Value Added (EVA) as performance measure and its implementation into the XY, a.s. The theoretical part is focused on the theory of corporate performance, especially Economic Value Added. The practical part offers evaluation of the company performance by using finance analysis and EVA concept. Consequently, the factors influencing EVA in the company are identified. The final part proposes implementation project of the EVA concept into the XY, a.s.

**Keywords:** Economic Value Added, Implementation, Corporate Performance, Value Based Management

Touto cestou bych chtěla poděkovat panu Mgr. Miroslavu Chodúrovi za odborné vedení při zpracování diplomové práce, za cenné rady a vstřícný přístup. Děkuji pracovníkům společnosti XY, a.s. za poskytnutí materiálů a informací a za čas, který mi věnovali.

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

*Kdo chceš hýbat světem, hni sám sebou.*

*Socrates*

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>11</b>
<b>TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 VÝKONNOST PODNIKU</b> .....	<b>13</b>
1.1 HODNOTOVÉ ŘÍZENÍ PODNIKU (VALUE BASED MANAGEMENT) .....	14
1.1.1 Čistá současná hodnota .....	14
1.2 STAREHOLDER VALUE A STAKEHOLDER VALUE.....	15
<b>2 NÁSTROJE PRO VYHODNOCOVÁNÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI     PODNIKU</b> .....	<b>17</b>
2.1 KLASICKÉ UKAZATELE .....	17
2.1.1 Ukazatele zisku .....	17
2.1.2 Ukazatele cash flow .....	17
2.1.3 Ukazatele finanční analýzy .....	18
2.1.4 Výhody a nevýhody finanční analýzy.....	18
2.2 MODERNÍ UKAZATELE.....	19
2.2.1 Ukazatel REVA (Refined EVA).....	19
2.2.2 Peněžní přidaná hodnota (Cash Value Added, CVA).....	20
2.2.3 Diskontované cash flow (Discounted Cash Flow, DCF) .....	20
2.2.4 Rentabilita investic založená na finančních tocích (Cash Flow Return on Investment, CFROI).....	21
2.2.5 Tržní přidaná hodnota (Market Value Added, MVA) .....	21
2.2.6 Excess Return.....	22
2.2.7 Celkové bohatství akcionářů (Total shareholder return, TSR) .....	22
2.2.8 Přidaná hodnota pro akcionáře (Shareholder Value Added, SVA).....	22
2.2.9 Hotovostní rentabilita hrubých aktiv (Cash Return on Gross Assets, CROGA) .....	23
2.2.10 Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added, EVA) .....	23
<b>3 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA</b> .....	<b>24</b>
3.1 VÝPOČET EVA.....	25
3.1.1 Vymezení C (NOA) .....	26
3.1.2 Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT) .....	28
3.1.3 Výpočet nákladů na kapitál.....	30
3.1.4 Účetní model .....	34
3.2 MOŽNOSTI VYUŽITÍ EVA .....	34
3.2.1 EVA jako měřítko výkonnosti .....	34
3.2.2 EVA jako nástroj pro investiční rozhodování.....	35
3.2.3 EVA jako nástroj oceňování podniku .....	35
3.2.4 EVA jako nástroj odměňování pracovníků.....	36
3.3 ZHODNOCENÍ UKAZATELE EVA .....	37
3.4 IMPLEMENTACE EVA.....	38
3.5 IDENTIFIKACE KLÍČOVÝCH FAKTORŮ OVLIVŇUJÍCÍCH VÝKONNOST.....	40
<b>4 SHRUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI</b> .....	<b>41</b>
<b>PRAKTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>42</b>
<b>5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY, A.S.</b> .....	<b>43</b>



5.1	ZÁKLADNÍ ÚDAJE .....	43
5.2	HISTORIE A SOUČASNOST .....	43
5.3	VÝROBNÍ PROGRAM .....	44
5.4	ZAMĚSTNANCI A ORGANIZAČNÍ STRUKTURA .....	45
5.5	POSLÁNÍ, FILOZOFIE A HODNOTY A CÍLE SPOLEČNOSTI .....	45
<b>6</b>	<b>VNĚJŠÍ A VNITŘNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>47</b>
6.1	SWOT ANALÝZA .....	47
6.2	ANALÝZA ODVĚTVÍ .....	48
<b>7</b>	<b>HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCÍ KLASICKÝCH UKAZATELŮ .....</b>	<b>50</b>
7.1	ANALÝZA MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY MAJETKU .....	50
7.2	ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ .....	51
7.3	ANALÝZA VÝVOJE ZISKU .....	53
7.4	ANALÝZA ČISTÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU .....	54
7.5	ANALÝZA ZADLUŽENOSTI A VZTAHU MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY .....	54
7.6	ANALÝZA LIKVIDITY .....	56
7.7	ANALÝZA RENTABILITY .....	56
7.8	ANALÝZA AKTIVITY .....	57
7.9	SOUHRNNÉ UKAZATELE .....	58
7.10	SPIDER ANALÝZA .....	59
<b>8</b>	<b>HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCÍ EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY .....</b>	<b>62</b>
8.1	VYMEZENÍ C (NOA) .....	62
8.2	VYMEZENÍ NOPAT .....	65
8.3	VÝPOČET WACC .....	67
8.3.1	Stanovení nákladů na cizí kapitál .....	67
8.3.2	Stanovení nákladů na vlastní kapitál .....	69
8.3.3	Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC) .....	72
8.4	VÝPOČET EVA .....	72
8.5	ÚČETNÍ MODEL EVA .....	73
8.6	IDENTIFIKACE FAKTORŮ OVLIVŇUJÍCÍCH EVA .....	75
8.6.1	Pyramidový rozklad .....	75
8.6.2	Citlivostní analýza .....	79
8.6.3	Shrnutí a doporučení pro podnik .....	80
<b>9</b>	<b>NÁVRH IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA DO ŘÍZENÍ PODNIKU .....</b>	<b>83</b>
9.1	ZHDNOCENÍ SOUČASNÉHO STAVU HODNOCENÍ VÝKONNOSTI .....	83
9.2	ANALÝZA PŘIPRAVENOSTI NA ZMĚNU .....	83
9.3	IMPLEMENTACE EVA .....	85
9.3.1	Rozhodnutí na úrovni top managementu a ustanovení řídicí skupiny .....	85
9.3.2	Provedení strategických rozhodnutí .....	86
9.3.3	Školení a zvýšení ekonomického povědomí pracovníků (Mindset) .....	93
9.3.4	Plán implementace .....	94

9.4	ZHODNOCENÍ PROJEKTU .....	97
9.4.1	Náklady .....	97
9.4.2	Přínosy.....	99
9.4.3	Rizika .....	100
<b>ZÁVĚR .....</b>		<b>102</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>		<b>104</b>
<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>		<b>107</b>
<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>		<b>109</b>
<b>SEZNAM TABULEK.....</b>		<b>110</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>		<b>112</b>

## ÚVOD

Výkonnost podniku se stává v posledních letech stále častěji diskutovaným tématem. Pro účely měření podnikové výkonnosti je potřeba stanovit vhodný ukazatel či soubor ukazatelů. V současné době je aktuální ztotožnění podnikového úspěchu s tvorbou hodnoty a základním cílem podnikání se stává růst hodnoty. Pro dosažení dlouhodobého rozvoje společnosti je tedy nutné naplnit očekávání vlastníků, kteří požadují zhodnocení svého vloženého kapitálu. Z toho důvodu se v posledních letech přechází od klasických ukazatelů výkonnosti, jež vycházejí ze zisku, na moderní ukazatele podporující řízení hodnoty. Práce je zaměřena na koncept ekonomické přidané hodnoty (EVA), což je ukazatel vycházející z tzv. ekonomického zisku, který respektuje i náklady na vložený kapitál. EVA měří, jak podnik za dané období přispěl svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

Cílem diplomové práce je zhodnotit výkonnost společnosti XY, a.s. prostřednictvím moderního ukazatele EVA a navrhnout projekt implementace konceptu EVA do řízení výkonnosti této společnosti.

Teoretickou část zaměřím na výkonnost podniku, v rámci níž představím hodnotové řízení podniku (Value Based Management). Charakterizuji klasické i moderní ukazatele, jež slouží k vyhodnocování finanční výkonnosti. Diplomová práce je zacílena na koncept EVA, proto se v rámci moderních ukazatelů výkonnosti podrobně zaměřím na tento ukazatel. Konkrétně se budu věnovat způsobům výpočtu hodnoty EVA, možnostem jejího využití v řízení podniku a postupům využitelným při implementaci.

V úvodu praktické části představím společnost XY, a.s. a provedu analýzu jejího vnitřního a vnějšího prostředí. Poté posoudím hospodaření společnosti prostřednictvím klasických ukazatelů, tj. s využitím absolutních a poměrových ukazatelů finanční analýzy. V další části zhodnotím výkonnost společnosti pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty, prostřednictvím pyramidového rozkladu identifikuji faktory, jež ovlivňují hodnotu společnosti, a citlivostní analýzou stanovím faktory s nejvyšším vlivem. V závěrečné části své práce navrhnu projekt implementace konceptu EVA do řízení společnosti XY, a.s.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 VÝKONNOST PODNIKU

Důležitým problémem řízení podniků je otázka měření jejich úspěšnosti. Podle čeho bychom však měli tuto úspěšnost posuzovat? Jak poznáme, který podnik je úspěšný a který ne? Jaké kritérium zvolit, aby bylo možné sledovat úspěšnost v různých obdobích nebo porovnávat s jinými podniky? [26]

Při hledání odpovědi na to, co by mělo být měřítkem podnikové výkonnosti, musíme vzít v úvahu fakt, že úspěšně se v nových podmínkách mohou rozvíjet pouze subjekty, které dokážou flexibilně reagovat na neustále se měnící podmínky podnikání, sledují a pravidelně vyhodnocují míru výkonnosti podniku a investují do jejího zvyšování. V minulosti bylo vytvořeno mnoho kritérií pojmání a měření výkonnosti podniků, a to od měření ziskových marží a růstu zisku, přes rentabilitu kapitálu až k moderním ukazatelům podnikové výkonnosti zaměřené na tvorbě hodnoty pro vlastníky. [9]

*Tab. 1 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku [9]*

1. generace	2. generace	3. generace	4. generace
Zisková marže	Růst zisku	Výnosnost kapitálu (ROA, ROE, ROI)	Tvorba hodnoty pro vlastníky
Zisk / tržby	Maximalizace zisku	Zisk / investovaný kapitál	EVA, CFROI, DCF, ...

Ekonomické výsledky podniku, mezi něž patří mimo jiné i výkonnost, představují významný zdroj pro vlastníky kapitálu, manažery, zaměstnance, obchodní partnery i pro státní orgány. Pro dlouhodobý rozvoj firmy je důležité naplnit očekávání vlastníků, kteří vyžadují dostatečné zhodnocení svého vloženého kapitálu, i očekávání zaměstnanců, které zájímá výše jejich mzdy, jistota zaměstnání a možnost pracovního růstu.

Z časového hlediska můžeme výkonnost podniku rozlišit na krátkodobou a dlouhodobou. Management podniku upřednostňuje především výkonnost krátkodobou, a to vzhledem k ekonomickému prostředí, v němž hraje hlavní roli snaha o přežití a eliminaci možných rizik. Vlastníci podniku, zaměstnanci a jiné subjekty, tvořící okolí podniku, naproti tomu upřednostňují výkonnost dlouhodobou, tedy schopnost podniku zhodnotit jejich vložené zdroje i v budoucnosti. Úkolem managementu je proto najít rovnováhu mezi krátkodobými výsledky a dlouhodobým zdravím podniku.

## 1.1 Hodnotové řízení podniku (Value Based Management)

**Hodnotové řízení podniku** (Value Based Management, VBM) je koncepce založená na **teorii řízení hodnoty**. Počátky teorie řízení hodnoty pro vlastníky (shareholder value) spadají do 80. let 20. stol., kdy byly americkými profesory Fruhanem a Rappaportem vytvořeny první formulace této teorie. Velmi rychle došlo k jejímu přenesení z oblasti poradenství do firemní praxe. Do Evropy se teorie řízení hodnoty rozšířila přibližně s pětiletým zpožděním. Value Based Management využívá jako svůj nástroj shareholder value analýzu. [7]

V dnešní době je čím dál více aktuálnější ztotožnění úspěchu a tvorby hodnoty. Základním cílem podnikání se stává růst hodnoty. Na naplnění daného cíle jsou zaměřeny všechny aktivity podniku. [9]

Podstatou koncepce Value Based Management je **důsledná aplikace kritéria čisté současné hodnoty** na podnik a maximalizace čisté současné hodnoty, kterou je podnik schopen vytvořit pro vlastníky. Cílem je tedy **maximalizovat shareholder value**, což znamená, že vedení firmy musí usilovat o co největší přínos pro vlastníky, a to nejen v podobě podílů na zisku, ale i formou výnosů z růstu cen vlastnických podílů. [7], [9]

Value Based Management by měl obsahovat všechny následující prvky [12]:

- Strategické plánování a rozpočtování,
- Alokaci kapitálu,
- Měření výkonnosti,
- Systém odměňování manažerů,
- Interní komunikaci,
- Externí komunikaci.

### 1.1.1 Čistá současná hodnota

Pro posouzení toho, zda je podnik dostatečně výkonný a konkurenceschopný, musíme definovat kritérium výkonnosti. Základním kritériem výkonnosti podniku a také jakékoliv investice a její efektivity je čistá současná hodnota (Net Present Value, NPV). [7], [9]

Výpočet čisté současné hodnoty uvádí, jakým způsobem určité rozhodnutí přispívá nebo naopak škodí investorům. Čistou současnou hodnotu vypočítáme podle následujícího vzorce [9]:

$$NPV = PV - I \quad (1.1)$$

kde:

NPV ... čistá současná hodnota (Net Present Value),

I ... výše investice vlastníka do podniku (Investement),

PV ... současná hodnota podniku pro vlastníka (Present Value).

Podnik je dostatečně výkonný, pokud dosahuje kladnou čistou současnou hodnotu. Je tím výkonnější, čím vyšší kladnou čistou současnou hodnotu je schopen vyprodukovat. Cestou vedoucí k maximalizaci bohatství pro vlastníky je tedy maximalizace čisté současné hodnoty. [7]

Současná hodnota podniku pro vlastníka (Present Value, PV) odráží riziko i současnou hodnotu budoucích peněžních příjmů plynoucích z činnosti podniku. [9]

## 1.2 Shareholder Value a Stakeholder Value

Na chodu firmy se podílí mnoho subjektů, avšak v moderních koncepcích řízení a měření výkonnosti se preferují vlastníci (tzv. shareholders). Koncepce **shareholder value** respektuje pravidlo, že čím větší je riziko, tím větší by měl být výnos. Vlastníci podniku se vzdávají své současné spotřeby s cílem zhodnotit své peněžní prostředky. Nesou tedy nejvyšší riziko podnikání. V podnikání budou pokračovat pouze do té doby, dokud se naplní jejich očekávání návratnosti vložených prostředků v porovnání s podstupeným rizikem. [7], [9]

Avšak aby se vlastníkům v podnikání dařilo, musí být jejich cílem nejen uspokojení svých potřeb, ale také uspokojení všech, kteří jsou s daným podnikem spjati, tedy všech zainteresovaných stran. [9]

Tyto subjekty jsou nazývány **stakeholders** a řadí se k nim [7]:

- akcionáři (vlastníci, shareholders),
- potenciální akcionáři (investorů),
- zaměstnanci,

- zákazníci,
- dodavatelé,
- věřitelé,
- stát apod.

Hodnota podniku je pro jednotlivé zainteresované subjekty (stakeholdery) odlišná. Stakeholderi posuzují hodnotu firmy podle zhodnocení své investice. Všem záleží na dlouhodobé existenci firmy a její dobré situaci, každý z nich však sleduje své vlastní odlišné zájmy. Cílem vlastníků je maximalizovat svůj vklad, zaměstnanci chtějí maximalizovat své mzdy, věřitelé se snaží získat své úroky a dostat nazpět jistinu, dodavatelé usilují o nejvyšší ceny a množství jimi prodaného zboží, zákazníci naopak chtějí ceny co nejnižší, cílem státu je vybrat maximální daně. Pro dlouhodobé fungování podniku je nutná spokojenost všech zúčastněných stran. V opačném případě hrozí podniku zánik. [7], [9]

Koncepty shareholder value a stakeholder value se však vzájemně nevylučují. Uspokojovat zájmy věřitelů, zákazníků, dodavatelů apod. lze pouze za podmínky dostatečně vysoké výnosnosti podniku, která umožní uspokojit cíle vlastníků. Pokud je výnosnost podniku nižší, vlastníci přesunou svůj kapitál jinam, čímž se ukončí i možnost uspokojovat zájmy ostatním stakeholderům. [9]

Cílem hodnotového řízení podniku (Value Based Management) je maximalizace shareholder value v dlouhodobém časovém horizontu. Toho lze dosáhnout právě zvýšením stakeholder value. Maximalizace hodnoty pro vlastníky (shareholder value) je tedy předpokladem pro zvyšování hodnoty pro všechny zainteresované subjekty (stakeholder value). Je proto důležité preferovat koncepci stakeholder value, protože stakeholderi jsou rozhodujícími stakeholdery a nesou největší riziko. Pouze ten podnik, který dokáže splňovat nároky svých vlastníků (shareholderů), může existovat v dlouhodobém horizontu a přinášet tak prospěch i všem zúčastněným (stakeholderům).

Zájmem vlastníků je touha po neustálém růstu kladné čisté současné hodnoty, protože ta je projevem růstu hodnoty firmy (shareholder value). Zhodnocování firmy tedy znamená její rozvoj, vyšší konkurenceschopnost a perspektivu. A o to usilují i stakeholderi. [7]



## 2 NÁSTROJE PRO VYHODNOCOVÁNÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

Ekonomické výsledky podniku jsou důležitým zdrojem pro vlastníky kapitálu, manažery, zaměstnance, obchodní partnery i pro státní orgány. Pro hodnocení finanční výkonnosti podniku slouží klasické a moderní ukazatele. Mezi odborníky probíhají spory o to, která měřítká jsou pro měření podnikové výkonnosti nejvýhodnější; tato situace je nazývána tzv. válkou ukazatelů. Zatímco klasické (tradiční) přístupy vycházejí především z maximalizace účetního zisku, moderní měřítká jsou zaměřena na hodnotové řízení podniku a kalkulují s tzv. ekonomickým ziskem, který zahrnuje i oportunitní náklady. [9]

### 2.1 Klasické ukazatele

Klasické přístupy měření podnikové výkonnosti využívají mnoho ukazatelů, které jsou někdy navzájem neslučitelné. K nejvyužívanějším tradičním ukazatelům patří ukazatele zisku, které vycházejí z účetního hospodářského výsledku. Do skupiny klasických ukazatelů dále řadíme ukazatele cash flow, jež jsou zaměřeny na peněžní toky, a ukazatele finanční analýzy, mezi nimiž je pro hodnocení výkonnosti využívána především oblast podnikové rentability.

#### 2.1.1 Ukazatele zisku

Zisk lze vyjádřit různými způsoby.

- *Čistý zisk* – EAT (Earnings After Taxes)
- *Zisk před zdaněním* – EBT (Earnings Before Taxes)
- *Zisk před úroky a zdaněním* – EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)
- *Zisk před úroky, zdaněním a odpisy* – EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

#### 2.1.2 Ukazatele cash flow

Ukazatele cash flow dokumentují peněžní toky, ke zjišťování cash flow slouží přímá nebo nepřímá metoda.

- *Celkové cash flow*
- *Provozní cash flow*
- *Volné cash flow* – FCF (Free Cash Flow)

### 2.1.3 Ukazatele finanční analýzy

Finanční analýza hodnotí vývoj hospodaření z různých pohledů. Vychází z účetních výkazů a je významnou součástí finančního řízení.

- *Absolutní ukazatele* – k analýze vývojových trendů a analýze struktury položek jednotlivých výkazů.
- *Rozdílové ukazatele* – orientovány na likviditu podniku, např. čistý pracovní kapitál.
- *Poměrové ukazatele* – umožňují získat rychlou představu o základních finančních charakteristikách podniku:
  - rentabilita – výnosnost investovaného kapitálu (např. rentabilita tržeb, rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu),
  - tržní hodnota – kombinuje účetní údaje společnosti s očekáváním investorů (např. zisk na akcii, dividendový výnos, ukazatele P/E a P/BV),
  - zadluženost – indikátor výše rizika, které podnik podstupuje při určité struktuře vlastního a cizího kapitálu (např. celková zadluženost, míra zadluženosti, úrokové krytí, doba splácení dluhů, krytí dlouhodobého majetku),
  - likvidita – schopnost splácet závazky (např. běžná likvidita, pohotová likvidita, hotovostní likvidita, podíl pracovního kapitálu na oběžných aktivech),
  - aktivita – určuje schopnost využívat vložené prostředky podniku (např. doba obratu zásob, obrat aktiv, doba obratu závazků, pohledávek, závazků).
- *Souhrnné ukazatele* – souhrnně hodnotí zdraví podniku.
- *Soustavy poměrových ukazatelů* – ukazují vztahy mezi jednotlivými ukazateli.

[8], [9], [10], [11]

### 2.1.4 Výhody a nevýhody finanční analýzy

Výhody:

- jednoduchost pochopení,
- snadnost zpracování,
- schopnost formalizace zpracování,
- reprodukovatelnost,
- možnost nalézt slabá a silná místa podniku.

Nevýhody:

- vychází z maximalizace zisku jako základního cíle podnikání a používá značné množství (někdy vzájemně neslučitelných) ukazatelů,
- nezohledňuje vliv sezónních faktorů,
- účetní výkazy jsou orientovány na historické účetnictví a nezohledňují vliv inflace,
- výsledek hospodaření vykazovaný účetnictvím a z něj odvozené ukazatele rentability nekorelují s tvorbou hodnoty pro vlastníky,
- nebere v úvahu časovou hodnotu peněz ani riziko,
- nepracuje s náklady obětované příležitosti,
- existuje možnost velmi výrazně ovlivňovat výši vykazovaného zisku prostřednictvím účetních a daňových postupů.

[5], [9]

## 2.2 Moderní ukazatele

Moderní ukazatele hodnocení výkonnosti podniků by měly splňovat následující kritéria [5], [9]:

- vykazovat co nejužší prokazatelnou vazbu na shareholder value,
- umožňovat využití co nejvíce údajů a ukazatelů, které jsou postaveny na účetních údajích, což vede ke snížení pracnosti výpočtu a ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí,
- překonávat námitky proti účetním ukazatelům a zahrnovat kalkulaci rizika,
- umožňovat kromě hodnocení výkonnosti i ocenění podniku,
- umožňovat přehlednou identifikaci své vazby na všechny úrovně řízení,
- podporovat řízení hodnoty.

V praxi je využíváno velké množství různých ukazatelů, protože je obtížné najít ukazatel výkonnosti, který by vyhovoval všem požadavkům. V následující části uvedu nejrozšířenější moderní ukazatele výkonnosti podniku.

### 2.2.1 Ukazatel REVA (Refined EVA)

Ukazatel REVA je upravenou verzí ekonomické přidané hodnoty. Při jeho výpočtu je investovaný kapitál počítán na základě tržní hodnoty, zatímco NOPAT i WACC jsou zachovány z původní verze. Touto úpravou je možné zesílit vzájemný vztah mezi ekonomickou

přidanou hodnotou a tržní cenou. Ukazatel REVA je však využitelný výhradně na úrovni celého podniku, protože tržní hodnotou může být oceněn pouze podnik jako celek.

### 2.2.2 Peněžní přidaná hodnota (Cash Value Added, CVA)

Ukazatel CVA je podobně jako EVA využitelný pro hodnocení výkonnosti podniku i k odměňování manažerů. Vypočítá se podobně jako EVA, avšak místo zisku je použito cash flow.

[9]

### 2.2.3 Diskontované cash flow (Discounted Cash Flow, DCF)

Diskontované CF bere v úvahu tři základní faktory, a to velikost peněžních toků, čas a stupeň rizika. Je předmětem zájmu investorů při hodnocení výhodnosti investic pomocí čisté současné hodnoty nebo vnitřního výnosového procenta.

Čistou současnou hodnotu (Net Present Value, NPV) zjistíme diskontováním budoucích peněžních toků, které poplynou z investice v jednotlivých letech, na současnou hodnotu prostřednictvím diskontní míry, snížením o kapitálový výdaj spojený s investicí.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K \quad (2.1)$$

kde:

$CF_t$  ... peněžní toky z investičního projektu v jednotlivých letech životnosti investice,

$K$  ... kapitálový výdaj spojený s investicí,

$n$  ... doba životnosti investice,

$i$  ... diskontní míra odrážející požadovanou výnosnost investice.

Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return, IRR) představuje výši diskontní míry, při níž je čistá současná hodnota nulová.

$$IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} (i_V - i_N) \quad (2.2)$$

kde:

$i_N$  ... diskontní míra, při níž je NPV kladná ( $NPV_N$ )

$i_V$  ... diskontní míra, při níž je NPV záporná ( $NPV_V$ )

#### 2.2.4 Rentabilita investic založená na finančních tocích (Cash Flow Return on Investment, CFROI)

Ukazatel CFROI byl vyvinut společností HOLD Value Associates. Jedná se o koncept, který připomíná diskontované cash flow, pracuje však pouze s hodnotami očištěnými od inflace. CFROI je založen na peněžních tocích a jeho podstatou je výpočet vnitřního výnosového procenta. Je využitelný k hodnocení jednotlivých divizí podniku. Toto měřítko je obvykle kalkulováno na roční bázi a porovnáváno s náklady na kapitál sníženými o inflaci. V tomto smyslu CFROI vykazuje podobnost s ukazatelem EVA. Obě tato měřítka totiž předpokládají, že management podniku vytváří hodnotu v případě, že získá výnosy z investovaného kapitálu větší, než činí náklady na kapitál. Výpočet hodnoty CFROI je však složitější.

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1+CFROI)^t} + \frac{NA}{(1+CFROI)^n} \quad (2.3)$$

kde:

I ... investice,

BCF ... brutto CF v jednotlivých letech (upravené o inflaci),

NA ... neodepisovaná aktiva,

n ... doba ekonomické životnosti investice.

[9], [12], [14]

#### 2.2.5 Tržní přidaná hodnota (Market Value Added, MVA)

Tržní ekonomická hodnota představuje rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a kapitálem investovaným do podniku.

$$MVA = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (2.4)$$

Její kladná hodnota je indikátorem toho, že podnik vytváří hodnotu pro vlastníky. Cílem je tedy dosáhnout co nejvyšší tržní ekonomickou hodnotu.

[17]

### 2.2.6 Excess Return

Excess Return vychází z tržní hodnoty a je měřítkem kumulativního vytváření bohatství podniku. Ukazatel je definován jako rozdíl mezi současným bohatstvím a očekávaným bohatstvím ke konci sledovaného období.

$$\text{Excess Return} = \text{současné bohatství} - \text{očekávané bohatství} \quad (2.5)$$

Současné bohatství je vypočteno jako budoucí hodnota peněžních toků pro akcionáře v průběhu daného období. Metoda je vhodná pro určení hodnoty na úrovni top managementu a je využitelná pouze pro veřejně obchodované podniky.

[12]

### 2.2.7 Celkové bohatství akcionářů (Total shareholder return, TSR)

Ukazatel TSR dokáže přímo měřit změny v bohatství vlastníků v daném období. Svou podstatou odpovídá pojetí vnitřního výnosového procenta a je obdobou ukazatele Excess Return v procentuálním vyjádření. TSR je funkcí vyplacených dividend a změny ceny akcie na konci daného období v porovnání s počátkem období. Ukazatel RSR je použitelný pouze pro veřejně obchodovatelné podniky.

$$TSR = \frac{(\text{cena akcií na konci období} - \text{cena akcií na začátku období}) + \text{dividendy}}{\text{cena akcií na začátku období}} \quad (2.6)$$

[9], [29]

### 2.2.8 Přidaná hodnota pro akcionáře (Shareholder Value Added, SVA)

Přidaná hodnota pro akcionáře je vyjádřena jako meziroční rozdíl hodnot pro akcionáře.

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (2.7)$$

kde:  $SV_t$  ... shareholder value v čase  $t$

Hodnota pro akcionáře představuje rozdíl mezi hodnotou celého podniku a hodnotou cizího kapitálu v tržních cenách. Hodnota podniku je determinována současnou hodnotou provozního cash flow z prognózovaného období, reziduální hodnotou ke konci období a tržní hodnotou neoperativního majetku. Délka prognózovaného období je určena trváním konkurenční výhody, při níž podnik dosahuje vyšší výnosnosti, než činí náklady na kapitál.

### 2.2.9 Hotovostní rentabilita hrubých aktiv (Cash Return on Gross Assets, CROGA)

Hodnota ukazatele CROGA je určena podílem provozních peněžních toků po zdanění a hrubých (brutto) aktiv. Ukazatel CROGA v procentuálním vyjádření poměříme s náklady na kapitál, přičemž podnik tvoří hodnotu v případě, že CROGA převyšuje náklady na kapitál.

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA} \quad (2.8)$$

kde:

OATCF ... provozní CF po zdanění,

GA ... brutto aktiva.

### 2.2.10 Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added, EVA)

Ekonomická přidaná hodnota je hlavním tématem mé práce, proto je jejímu konceptu podrobně věnována následující kapitola.

[9]

### 3 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA

Základem pro analýzu situace podniku a identifikaci problémů je pohled na finanční výkonnost podniku, protože vše, co se v podniku odehrává, dostane (dříve nebo později) svůj finanční rozměr. Působení faktorů se vždy někdy projeví ve finanční výkonnosti podniku.

[6]

Ekonomická přidaná hodnota (**Economic Value Added**, EVA) se v poslední době stala pojmem, jemuž je ve světě podnikání věnována zvýšená pozornost. Tento koncept byl zpracován v USA počátkem devadesátých let 20. století poradenskou firmou **Stern, Steward & Co.**

Pro ekonomickou přidanou hodnotu je specifické, že nepracuje s účetním ziskem, nýbrž s tzv. ekonomickým ziskem, nazývaným také nadzisk. Toho podnik dosáhne jen v případě, kdy uhradí nejen běžné náklady, ale i náklady na kapitál, především náklady vlastního kapitálu (v podobě nákladů obětované příležitosti).

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty **měří, jak podnik za dané období přispěl svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky**. EVA tedy vykazuje nejužší vazbu na shareholder value. Společnosti vykazující zisk nemusí zvyšovat shareholder value, dokonce mohou mít i negativní hodnotu ukazatele EVA.

EVA dokáže využít informace a údaje z účetnictví, avšak překonává dosavadní námitky proti ukazatelům, které jsou postaveny na účetních údajích. Zahrnuje kalkulaci rizika a mimo měření výkonnosti je vhodná také pro oceňování podniku, hodnocení investičních projektů nebo i pro odměňování managementu.

Koncept ekonomické přidané hodnoty umožňuje manažerům podniku jednat jako vlastníci. Zajišťuje společnou řeč mezi všemi úrovněmi řízení podniku, pomáhá zlepšovat provozní, finanční i investiční rozhodování. Podstatou koncepce EVA je podpora vedení podniku v analyzování a ospravedlnění změn, které chtějí učinit, přičemž EVA ukazuje dopady těchto změn.

[2], [5], [9], [17], [18]



### 3.1 Výpočet EVA

Ukazatel EVA můžeme chápat jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Základní vzorec pro výpočet EVA je následující [5], [9]:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C(NO A) \quad (3.1)$$

kde:

NOPAT ... zisk z operativní činnosti podniku po dani (net operating profit after taxes),

C ... kapitál vázaný v aktivech, která slouží operativní činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku,

NOA ... čistá operativní aktiva (net operating assets),

WACC ... průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital).

K tvorbě hodnoty dochází v případě, kdy je hodnota ukazatele EVA kladná. V tom případě podnik svou činností přispívá ke zvýšení hodnoty pro vlastníky. Pokud je hodnota EVA rovna nule, výnosnost investovaného kapitálu je ve výši nákladů na kapitál, a hodnota podniku se tedy nemění. V případě záporné hodnoty ukazatele EVA dochází k úbytku hodnoty podniku, protože výnosnost investovaného kapitálu nedosahuje nákladů na kapitál. Hodnotu ukazatele EVA lze navýšit zvýšením NOPAT, snížením WACC nebo redukováním investovaného kapitálu.

[5], [9], [21], [25]

EVA lze vyjádřit také jako [12]:

$$EVA = (RONA - WACC) \times C \quad (3.2)$$

kde: RONA ... rentabilita čistých operativních aktiv (return on net assets).

Rentabilitu čistých operativních aktiv získáme podílem:

$$RONA = \frac{NOPAT}{C} \quad (3.3)$$

Při výpočtu ukazatele EVA prostřednictvím tohoto vzorce vyjde EVA kladná v případě, že je RONA vyšší než WACC. Pokud je RONA nižší než WACC, hodnota ukazatele EVA vyjde záporná. [12]

Pro výpočet hodnoty EVA je nutné upravit účetní data tak, aby co nejvíce odpovídala ekonomické realitě podniku. Účetní výkazy jsou zaměřeny především na pohled věřitelů, tento

pohled je však odlišný od pohledu vlastníků. Proto je nezbytné převést účetní model na model ekonomický. Autoři modelu EVA vypracovali celkem 164 úprav účetních dat, tento seznam je však obchodním tajemstvím firmy Stern, Steward & Co. Většinou si však podniky vystačí s výrazně nižším počtem nejvýznamnějších úprav. [5], [9]

Při určování nejnutnějších úprav je důležité zaměřením se na [9]:

- aktiva, která nejsou uváděna v rozvaze, ale představují majetek potřebný k produkci operativního zisku;
- aktiva, která jsou uváděna v rozvaze, ale nepodílejí se na produkci operativního zisku;
- úpravu výsledku hospodaření na operativní zisk, který se vztahuje k hlavní činnosti podniku

### 3.1.1 Vymezení C (NOA)

Velikost investovaného kapitálu lze stanovit buď finančním přístupem, tedy ze strany pasiv (Capital – C), nebo majetkovým přístupem, neboli ze strany aktiv (Net Operating Assets – NOA).

Úprava aktiv pro výpočet NOA vychází z těchto kroků [9]:

1. aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány,
2. vyčlenění neoperativních aktiv,
3. snížení aktiv o neúročení cizí kapitál.

#### **Aktivace položek**

Pro výpočet ukazatele EVA je potřeba aktivovat položky, které nejsou vykazovány v rozvaze, ale přesto je podnik využívá ke své výdělečné činnosti.

#### *Finanční leasing*

Předmět leasingu je účetně vykazován u majitele, protože podle českých předpisů je rozhodující formální právní stav věci. Z ekonomického hlediska však užitek a rizika z předmětu leasingu nese nájemce. Proto by měl být začleněn do aktiv nájemce. V případě velkého objemu majetku pořízeného na leasing tak dochází ke zkreslení položky investovaného kapitálu, a tím tedy i k nadcenění výkonnosti podniku.

*Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv*

U zásob je potřebné použít tržní ceny. U pohledávek je nutné zvážit, zda nejsou nadhodnoceny nebo podhodnoceny z titulu tvorby opravných položek. V případě nadhodnocení musíme rozdíl od NOA odečíst, v případě podhodnocení přičíst.

*Oceňovací rozdíly u investičního majetku*

Investiční majetek je v účetnictví oceněn historickými cenami, ty by měly být upraveny na reprodukční ceny snížené o reální opotřebení. U dlouhodobého finančního majetku je nutné použít tržní ocenění.

*Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky*

Je vhodné aktivovat náklady např. na reklamu, výzkum a vývoj, vzdělávání, logistiku, restrukturalizaci podniku. Tyto náklady přinášejí dlouhodobý užitek v budoucnu. Pokud nejsou považovány za investice a postupně odepisovány, zkreslují výši dosažené hodnoty EVA a při jednorázovém zahrnutí do nákladů snižují výsledek EVA v běžném roce.

*Goodwill*

Goodwill představuje rozdíl mezi tržní cenou podniku nebo jeho části a cenou jeho individuálně přeceněných složek majetku snížených o převzaté závazky. Pro výpočet ukazatele EVA je vhodné zahrnout goodwill do NOA v brutto hodnotě při předpokladu, že se jeho hodnota postupně nesnižuje.

*Úmyslně vytvořené tiché rezervy*

Tiché rezervy mohou být úmyslně vytvářeny například prostřednictvím odpisů a opravných položek na straně aktiv nebo pomocí rezerv na straně pasiv. Je tedy potřeba výši aktiv upravit tak, aby odpovídala ekonomickému pohledu.

[5], [9]

**Vyčlenění neoperativních aktiv**

Pro výpočet je nutné vymezit aktiva, která nejsou nezbytná pro vykonávání hlavní činnosti podniku. Provedené úpravy jsou do značné míry závislé na situaci konkrétního podniku.

*Dlouhodobý finanční majetek*

Důležitý je účel finančních investic. Investice portfoliového charakteru by měly být z NOA vyčleněny. Pokud však prostřednictvím investic dochází i k propojení mezi hlavní činností

analyzovaného podniku a společností, do níž bylo investováno, je vhodné tuto finanční investici v NOA ponechat.

#### *Krátkodobý finanční majetek*

Z rozvahy je třeba vyloučit krátkodobý finanční majetek, který má charakter strategické rezervy a není tedy provozně nutný. Výši provozně nezbytnou pro chod podniku je možné určit absolutní částkou nebo prostřednictvím ukazatele peněžní likvidity.

Taktéž by měly být z rozvahy vyčleněny krátkodobé cenné papíry a podíly nesloužící provozní činnosti.

#### *Nedokončené investice*

Nedokončené investice by měly být vyloučeny, protože nejsou k dispozici pro tvorbu současných hospodářských výsledků podniku.

#### *Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti*

Z NOA by měly být vyčleněny také další neoperativní aktiva. Jedná se např. nevyužité pozemky a budovy, nepotřebné zásoby, pohledávky nesouvisející s hlavní činností nebo nedobytné pohledávky.

[5], [9]

### **Snížení aktiv o neúročení cizí kapitál**

Při výpočtu ukazatele EVA jsou od operativního zisku odečítány náklady na kapitál. Upravená aktiva tedy musíme snížit o pasiva, která nenesou náklad, především o [9]:

- *krátkodobé závazky,*
- *pasivní položky časového rozlišení,*
- *nezpлатněné dlouhodobé závazky.*

### **3.1.2 Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)**

Pro určení čistého operativního zisku je důležitá symetrie mezi NOA a NOPAT. Výnosy a náklady související s aktivy zařazenými do NOA musí být začleněny do výpočtu NOPAT, a naopak.

Pro výpočet NOPAT je možné vzít jako základ buď hospodářský výsledek z běžné činnosti, nebo hospodářský výsledek z provozní činnosti. Nejčastěji se využívá hospodářský výsledek z běžné činnosti, který se upraví o následující položky:

- Z finančních nákladů vyloučíme **placené úroky** (včetně implicitních úroků v leasingových splátkách) jejich zpětným přičtením k hospodářskému výsledku. Úroky jsou již obsaženy v nákladech kapitálu, proto by se při výpočtu EVA projeví dvakrát.
- Musíme vyloučit **mimořádné položky**, které se svou výší nebudou v budoucnu opakovat. Jedná se např. o náklady na restrukturalizaci, odstupné pro větší počet zaměstnanců, rozpouštění nevyužitých rezerv a z toho plynoucí výnosy, prodej dlouhodobého majetku a jeho vliv na náklady a výnosy, mimořádné odpisy apod.
- Z výsledku hospodaření je potřeba vyloučit **výnosy z neoperativních aktiv**.
- Do výpočtu NOPAT musíme započítat i **vliv změn vlastního kapitálu**:
  - Vylučujeme *náklady na výzkum a vývoj, reklamu, vzdělávání zaměstnanců* apod. a započítáme odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů.
  - Při předpokladu, že má *goodwill* trvalou hodnotu, je třeba přičíst zpět jeho odpisy.
  - Do výpočtu NOPAT je třeba započítat případnou změnu *opravných položek na zásoby a pohledávky* oproti účetním stavům.
  - Je nutné zvážit *tvorbu a čerpání tichých rezerv*, pokud ovlivnily výsledek hospodaření.
- Musíme vyloučit **finanční výnosy a náklady spojené s dlouhodobým finančním majetkem**, pokud je tento majetek posuzován jako neoperativní aktivum.
- Pro výpočet je nutné opravit **výši daně**. Můžeme například vyjít ze splatné daně pro daný rok, kterou upravíme o daňové úspory z nákladů a daňovou povinnost z výnosů, o něž se NOPAT odlišuje od hospodářského výsledku za účetní období. Možné je také využít výši původního procentuálního daňového zatížení a jím zdanit rozdíl upravených nákladů a výnosů.

### 3.1.3 Výpočet nákladů na kapitál

Pro kalkulaci hodnoty EVA je nutné definovat náklady kapitálu. Sazba nákladů na kapitál plní při výpočtu EVA a jejím použití dvě základní funkce [5]:

1. stanovuje minimální výnosnost kapitálu,
2. při oceňování pomocí EVA je základnou pro diskontování budoucích EVA.

Při výpočtu EVA vycházíme z vážených průměrných nákladů na kapitál (Weighted Average Cost of Capital, WACC). WACC vypočítáme jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úročeného kapitálu podle vzorce:

$$WACC = N_{CK} \times \frac{CK}{C} + N_{VK} \times \frac{VK}{C} \quad (3.4)$$

kde:

WACC ... vážená průměrná hodnota nákladů kapitálu,

CK ... tržní hodnota úročeného cizího kapitálu,

VK ... tržní hodnota vlastního kapitálu,

C ... tržní hodnota celkového kapitálu (VK + úročené cizí zdroje),

$N_{CK}$  ... náklady na cizí kapitál,

$N_{VK}$  ... náklady na vlastní kapitál.

[9]

Pro stanovení struktury kapitálu v tržních hodnotách můžeme použít současnou strukturu kapitálu, nebo cílovou strukturu kapitálu, případně strukturu kapitálu obvyklou u srovnatelných podniků. [8], [9]

#### Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu lze vyjádřit jako výnos požadovaný věřiteli. Úročený cizí kapitál zahrnuje bankovní úvěry, dluhopisy, leasingové financování a jiné druhy úvěrů. Náklady na cizí kapitál se vypočte jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu. [3], [8]

V případě *bankovních úvěrů* je nejjednodušší a nejpřesnější variantou, pokud známe úrokovou míru jednotlivých úvěrů. Pokud ji neznáme, je možné využít podíl nákladových úroků a bankovních úvěrů.

V případě použití hodnoty ke konci roku se úroková míra vypočte podle vzorce:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{bankovní úvěry ke konci roku}} \quad (3.5)$$

Tento výpočet však přináší nesrovnalosti, např. v případě, kdy je úvěr splacen v průběhu roku. Ke konci roku není vykazován žádný úvěr, avšak nákladové úroky z něj jsou v průběhu roku placeny. Proto se doporučuje úroková míra počítat pro průměrnou hodnotu bankovních úvěrů, podle následujícího vzorce:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav BÚ}} \quad (3.6)$$

kde: průměrný stav BÚ = (stav BÚ na začátku roku + stav BÚ na konci roku) / 2

Další možností výpočtu nákladů na bankovní úvěry je využití tržních dat, tedy navýšení bezrizikové úrokové míry o rizikovou přírážku s přihlédnutím k ratingu.

Náklady na *dluhopisy* se rovnají úrokové míře, při níž je součet současné hodnoty úrokových výnosů dluhopisu a současné hodnoty nominální hodnoty dluhopisu roven jeho tržní hodnotě [9]:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{ú_t}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n} \quad (3.7)$$

kde:

C ... tržní cena dluhopisu,

ú<sub>t</sub> ... úrok z dluhopisu v jednotlivých letech,

N ... nominální cena dluhopisu,

t ... jednotlivé roky doby splatnosti dluhopisu,

n ... doba splatnosti dluhopisu,

i ... požadovaná výnosnost do doby splatnosti.

U nákladů na *leasing* postupujeme analogicky podle vzorce [9]:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{LP_t}{(1+i)^t} + \frac{ZC}{(1+i)^n} \quad (3.8)$$

kde:

C ... cena předmětu leasingu,

LP<sub>t</sub> ... leasingová platba v období t (leasingová splátka + úrok),

ZC ... zůstatková cena předmětu pronájmu,

n ... doba pronájmu,

i ... implicitní úroková míra leasingu.

V případě vysokého počtu uzavřených leasingových smluv je možné stanovit náklady způsobem založeným na tržních datech.

Úrokové náklady jsou kráceny o daňový štít, tj. o úspory z daní, které plynou z použití cizího kapitálu. Náklady cizího kapitálu se tedy vypočtou podle vzorce [9]:

$$N_{CK} = i \times (1 - T) \quad (3.9)$$

kde:

i ... úroková sazba cizích zdrojů,

T ... daňová sazba.

### **Náklady na vlastní kapitál**

Náklady vlastního kapitálu jsou dány výnosovým očekáváním vlastníků. To můžeme odvozovat z alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Stanovit výši nákladů na vlastní kapitál v praxi patří ke složitějším úkolům, a i když jejich výpočet nebude přesný, pro podnik je nejdůležitější uvědomit si, že kapitál není zadarmo, že něco stojí. [8], [9]

- *Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)*

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál se využívá následující vzorec [9][8]:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (3.10)$$

kde:

$r_e$  ... náklady vlastního kapitálu v %,

$r_f$  ... úroková míra u bezrizikových vkladů (vhodné je využít úrokovou míru desetiletých státních dluhopisů),

$\beta$  ... koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu (měří tržní riziko, udává citlivost investice vůči trhu),

$r_m$  ... průměrná výnosnost kapitálového trhu,

riziková premie ... rozdíl průměrné výnosnosti trhu a bezrizikové úrokové míry.



- *Model CAPM s náhradními odhady  $\beta$*

K náhradnímu odhadu  $\beta$  můžeme využít  $\beta$  srovnatelných podniků, jež jsou veřejně obchodovány, nebo  $\beta$  za určité období. Ve výpočtu je potřeba zohlednit i vliv kapitálové struktury na  $\beta$ . Koeficient  $\beta$  je možno určit také nezávislou prognózou použitím fundamentálních faktorů nebo na základě analýzy provozního a finančního rizika.

- *Stavebnicový model a určení nákladů vlastního kapitálu na základě analýzy rizika*

Hodnotu nákladů na vlastní kapitál dostaneme přičtením rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Přírážky vycházejí z posouzení rizika trhu, rizik konkrétního oboru, výrobních rizik apod. Stavebnicové modely se nezaměřují jen na rizika systematická, ale také na rizika nesystematická.

- *Oceňování pomocí diskontovaných očekávaných dividend*

V případě tohoto modelu předpokládáme, že hodnota akcie je dána současnou hodnotou příjmů, které z ní můžeme očekávat. Při teoreticky nekonečné době držení akcií je hodnota akcie určena současnou hodnotou očekávaných dividend [9]:

$$SH = D / (i - g) \quad (3.11)$$

kde:

SH ... současná hodnota akcie,

D ... výše roční dividendy,

i ... požadovaná výnosnost akcie,

g ... očekávané konstantní zvýšení dividendy.

- *Určení nákladů vlastního kapitálu na základě průměrné rentability*

Náklady vlastního kapitálu určíme podle údajů o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví, v němž podnik působí.

- *Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů na cizí kapitál*

Základem této metody je přičtení několika procentních bodů k nákladům na cizí kapitál, čímž získáme určitý odhad nákladů na vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál jsou totiž vyšší než náklady na cizí kapitál, protože vlastník je nositelem většího rizika než věřitel a požaduje tedy i vyšší výnos.

### 3.1.4 Účetní model

Z důvodu náročnosti úprav při převedení účetního modelu na model ekonomický se objevuje snaha o zjednodušení výpočtu ukazatele EVA. Zjednodušený účetní model využívá také Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, které používá následující vztah:

$$EVA = \check{C}Z - r_e \times VK \quad (3.10)$$

případně ve tvaru:

$$EVA = (ROE - r_e) \times VK \quad (3.11)$$

kde:

ČZ ... čistý zisk,

$r_e$  ... náklady na vlastní kapitál,

VK ... vlastní kapitál,

ROE ... výnosnost vlastního kapitálu.

Výsledky tohoto přístupu k měření hodnoty EVA je však nutné brát pouze jako orientační, protože vychází z neupravených účetních dat. Je vhodné jej využít např. v případě, kdy nemáme dostupná data potřebná pro úpravy.

[9]

## 3.2 Možnosti využití EVA

### 3.2.1 EVA jako měřítko výkonnosti

Ekonomická přidaná hodnota je považována za nejkomplexnější měřítko podnikové výkonnosti. Ukazuje hodnotu, kterou daný podnik vytvořil pro své vlastníky. Je založena na pokusu o překonání tradičních problémů vycházejících z účetnictví a nejvíce vyhovuje požadavkům, které by měl moderní ukazatel splňovat. [5], [18]

Ukazatel EVA je nejrozšířenějším měřítkem výkonnosti podniku při aplikaci hodnotového řízení. Oproti výkonnostním měřítkům, která jsou založena na rentabilitě kapitálu, se vyznačuje těmito základními odlišnostmi [9]:

- vychází z ekonomického zisku, zahrnuje tedy i alternativní náklady vlastního kapitálu,
- počítá pouze s výnosy a náklady z hlavní podnikatelské činnosti,

- při výpočtu nákladů na kapitál bere v úvahu jenom kapitál, který je vázaný v aktivech využívaných v hlavní podnikatelské činnosti,
- je absolutní ukazatel, nepotřebuje tedy srovnávací standard.

### 3.2.2 EVA jako nástroj pro investiční rozhodování

Koncept ekonomické přidané hodnoty je možno využít i při investičním rozhodování. Zavedení modelu investičního rozhodování na bázi ukazatele EVA v celém podniku umožňuje sjednotit investiční kalkulace. Koncept EVA lze využít namísto metody diskontovaných peněžních toků (DCF), obě metody mají shodný výsledek. Čistá současná hodnota projektu je totiž rovna současné hodnotě budoucích EVA. [9]

### 3.2.3 EVA jako nástroj oceňování podniku

Oceňování podniku prostřednictvím ukazatele ekonomické přidané hodnoty postihuje hlavní faktory tvorby hodnoty podniku. Hodnota vykázaných aktiv má menší význam, protože její velikost nemá na vypočtenou hodnotu podniku vliv. Tržní hodnota podniku je rovna investovanému kapitálu navýšenému o současnou hodnotu budoucích EVA. [4], [9]

Při výpočtu ocenění hodnoty podniku je obvykle využívána dvoufázová metoda. Pro každý rok je vhodné použít jinou úroveň WACC v závislosti na měnící se kapitálové struktuře podniku. Obecný postup výpočtu je následující [4]:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (3.12)$$

kde:

$H_n$  ... hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto),

$EVA_t$  ... EVA v roce  $t$ ,

$NOA_0$  ... čistá operativní aktiva k datu ocenění,

$T$  ... počet let explicitně plánovaných EVA,

WACC ... průměrné vážené náklady kapitálu,

$D_0$  ... hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

$A_0$  ... neoperativní aktiva k datu ocenění.

### 3.2.4 EVA jako nástroj odměňování pracovníků

Odměňování pracovníků je důležitou součástí řízení každého podniku. Cíle vlastníků a manažerů se odlišují, ideální je tedy takový nástroj odměňování, kdy má manažer prospěch ze zvyšování hodnoty pro vlastníky. V takovém případě budou jeho rozhodnutí v souladu s cíli vlastníků. [9]

Ukazatel EVA je základem několika bonusových systémů, které napomáhají sloučení cílů vlastníků a manažerů.

#### **Původní EVA bonusový systém – verze X**

Při aplikaci původního bonusového systému je manažerům vypláceno fixní procento z vytvořené hodnoty ukazatele EVA.

#### **EVA bonusový systém – verze XY**

Verze XY je zaměřena na přírůstky EVA, protože ty mohou být významnější než dosažení absolutní hodnoty EVA. Tento přístup vychází z verze X (vychází tedy z absolutních hodnot), a současně bere v úvahu i přírůstky EVA. Je mnohem efektivnější než původní systém, vhodný je např. pro podniky, které doposud nevytvořily hodnotu pro své vlastníky.

Platí:

$$Bonus = (x\% \times EVA) + (y\% \times \Delta EVA) \quad (3.13)$$

#### **Moderní verze bonusového systému EVA**

V případě moderní verze bonusového systému je vydělaný bonus složen z cílového bonusu a fixního procenta z přírůstku EVA a očekávaného zlepšení EVA. Cílový bonus je získán až při dosažení očekávané změny hodnoty EVA. Měřítkem výkonnosti je tedy hodnota EVA dosažená navíc k očekávanému zlepšení EVA.

Platí:

$$Bonus = \text{cílový bonus} + y\%(\Delta EVA - OZE) \quad (3.14)$$

kde:

cílový bonus ... bonus v případě dosažení očekávaného zlepšení EVA,

OZE ... očekávané zlepšení EVA.

Součástí bonusových systémů založených na koncepci EVA je tzv. bonusová banka. V ní má každý zaměstnanec svůj osobní bonusový účet, na nějž se převede bonus. Z tohoto účtu se však zaměstnanci vyplatí jen část kladného bonusu nabytého v daném období. Bonus tedy nebývá zaměstnancům vyplacen celý. Tímto se řeší problém případného záporného bonusu, který zůstatek bonusového účtu sníží.

EVA bonusové systémy nemají oproti tradičním systémům bonusů stanoveny žádné limity (shora i zdola), protože růst hodnoty EVA souvisí s nárůstem hodnoty podniku. Naproti tomu tradiční systémy stanovují minimální plnění ukazatelů, při nichž zaměstnanci získají bonus. Ten může při vyšším plnění ukazatelů narůstat pouze do určité horní hranice. Pracovníci tak nejsou motivováni k vyššímu plnění nad horní hranici, protože bonus dále neroste. Stanovena je i dolní hranice, při níž je bonus vyplacen. Pokud pracovníci nečekají, že by dosáhli na dolní mez, mohou si vytvářet rezervu pro příští období, a tím budou vykazovat v současném období horší výsledky. [4]

### 3.3 Zhodnocení ukazatele EVA

#### Výhody EVA:

- Může sloužit jako měřítko výkonnosti podniku, motivování a odměňování zaměstnanců, oceňování podniku i pro hodnocení investičních projektů.
- Propojuje strategické a operativní řízení podniku.
- Vyrovnává cíle manažerů jednotlivých divizí s cíly celého podniku.
- Vyjadřuje přínos hlavní podnikatelské činnosti k naplnění cílů podniku a odděluje je od mimořádných vlivů.
- Konceptu EVA je možno využít při řízení podniku prostřednictvím Balanced Scorecard (BSC).
- V porovnání s ostatními hodnotovými ukazateli je koncept EVA jednodušší.
- Ekonomický obsah ukazatele EVA i vazby podnikových činností na jeho vývoj jsou snadno pochopitelné.

#### Nevýhody EVA:

- Vychází z účetních dat, převod na ekonomický model vyžaduje velké množství úprav (v praxi se často využívají jen nejvýznamnější úpravy).
- Výpočet nákladů na kapitál, a to především nákladů na vlastní kapitál, je náročný.
- Ukazatel EVA není upraven o inflaci.

- Koncept EVA je orientován primárně na finanční stránku podniku.
- Vzhledem k tomu, že jsou podniky často hodnoceny podle ročních změn EVA a ne podle současné hodnoty budoucích EVA, může řízení podniku vést ke snížení hodnoty a k preferenci rozhodnutí vedoucích k omezení investičních aktivit a tím krátkodobého zvýšení hodnoty EVA.
- Hodnota podniku může poklesnout i při současném nárůstu hodnoty EVA v případě, že je růst ukazatele EVA doprovázen zvýšením nákladů na kapitál.
- Počítá pouze důsledky podnikatelské činnosti, jež se projeví jako náklad nebo výnos v daném období. Nezahrnuje očekávané přínosy v budoucích obdobích.
- Nepracuje s tržní hodnotou.

[9], [13]

### 3.4 Implementace EVA

Implementace konceptu EVA musí být šitá na míru danému podniku. EVA je více než systém hodnocení podniku, jedná se i o nástroj změny manažerského chování. Nutí řídicí pracovníky přemýšlet o své práci jiným způsobem. Hodnotové řízení a ekonomická přidaná hodnota jsou tedy výrazně propojeny se změnou chování a postojů vedoucích pracovníků, z toho důvodu musí jejich implementace začít na úrovni vrcholového managementu. [12]

Young a O'Byrne doporučují následující kroky k implementaci konceptu EVA [12]:

**Krok 1: Rozhodnout o implementaci konceptu EVA na úrovni vrcholového managementu a ustanovit řídicí skupinu.**

**Krok 2: Provést nejvýznamnější strategická rozhodnutí týkající se implementace konceptu EVA:**

- *Jak bude ekonomická přidaná hodnota definována?*
- *Jakým způsobem bude měřena?*
  - Jaké budou prováděny úpravy?
  - Bude měřena na úrovni jednotlivých divizí nebo celého podniku?
  - Budou potřebné změny podnikového účetnictví?
  - V jakých časových intervalech bude EVA měřena?
- *Odměňování managementu*
  - Kdo bude zahrnut od počátku?

- Citlivost vyplácených bonusů na hodnotě EVA.
- Bude odměňování obsahovat odloženou složku?
- Jaká bude úloha akcií v systému odměňování?
- Vztah k nefinančním měřítkům.

**Krok 3: Sestavit plán implementace.**

**Krok 4: Zpracovat program školení pracovníků.**

- *Kdo bude školen?*
- *Jak bude školení realizováno?*
  - Počet hodin školení jednoho zaměstnance.
  - Jakým způsobem bude koncept EVA vysvětlen?
  - Školení následující po implementaci.

Implementace může být provedena také s využitím systému 4 M podle Stern Steward:

### **Measurement**

- Úvodním krokem implementace konceptu EVA je vytvoření způsobů a postupů měření tvorby hodnoty. Základem je převod účetního modelu na model ekonomický, tedy transformace účetních výsledků do ekonomické reality. Jednoduše měřitelná EVA poskytuje manažerům lepší vliv na výkonnost podniku.

### **Management**

- V dalším kroku je nutné vytvořit politiku, nástroje a postupy podporující rozhodovací procesy měření tvorby hodnoty. Tato etapa zkvalitňuje rozhodování napříč celým podnikem.

### **Motivation**

- Třetí etapa zahrnuje vytvoření plánu motivace managementu, tzv. EVA bonusového plánu. Důležitá je simulace vlastnictví podniku pomocí podílu manažerů na vytvořené hodnotě. Manažeři jsou odměňováni v případě, kdy vytvoří hodnotu pro vlastníky.

### **Mindset**

- Závěrečným krokem je zvýšení ekonomického povědomí pracovníků prostřednictvím vzdělávání a zlepšení komunikace. Školení klíčových zaměstnanců zacílené na koncepci EVA a podnikové finance vytvářejí základ pro lepší porozumění tvor-

by hodnoty podniku. Systém EVA poskytuje společný jazyk pro zaměstnance napříč všemi podnikovými funkcemi.

[9], [25], [27]

### 3.5 Identifikace klíčových faktorů ovlivňujících výkonnost

V rámci hodnotového řízení má velký význam identifikace a kvantifikace faktorů, které ovlivňují výkonnost podniku. Tyto faktory jsou nazývány **generátory hodnoty** (Value Drivers nebo Key Performance Indicators). [9]

Ke stanovení a vyčíslení faktorů, jež ovlivňují hodnotu určitého ukazatele, slouží tzv. **pyramidový rozklad**, jehož základem je postupný rozklad syntetického ukazatele na ukazatele dílčí prostřednictvím vzájemných vazeb mezi těmito ukazateli. Tyto vazby mohou být aditivní, multiplikativní nebo exponenciální.

*Aditivní* vazba představuje součet jednotlivých dílčích faktorů.

*Multiplikativní* vazba reprezentuje součin dílčích faktorů.

V rámci multiplikativní vazby rozlišujeme čtyři metody rozkladu:

- metoda rozkladu se zbytkem – při této metodě vznikají zbytkové složky, jež není možné připojit k jednotlivým vlivům, proto se metoda doporučuje jenom v případě malého zbytku.
- metoda postupných změn – výše působení dílčích ukazatelů v rámci této metody závisí na jejich pořadí při výpočtu, pro srovnatelnost analýz je tedy nutno toto pořadí zachovávat shodné.
- logaritmická metoda rozkladu – tato metoda vychází ze spojitých výnosů a je při ní možnost využívat i exponenciálních vazeb mezi jednotlivými dílčími vlivy. Vychází ale z výpočtu logaritmů jednotlivých indexů, proto je využitelná pouze v případě kladných indexů.
- funkcionální metoda rozkladu – metoda je založena na diskretních výnosech a je ji možno použít i při existenci záporných indexů. Problematické je však stanovení vah jednotlivým dílčím ukazatelům.

*Exponenciální* vazba představuje mocninné vztahy mezi dílčími faktory.

Vzorce sloužící k vyčíslení vlivů u jednotlivých vazeb jsou uvedeny v příloze P VI.



## 4 SHRUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI

Diplomová práce je věnována tématu ekonomické přidané hodnoty, jež se řadí do hodnotového řízení podniku. Na chodu firmy se podílí mnoho subjektů, avšak v moderních koncepcích řízení a měření výkonnosti se preferují vlastníci (tzv. shareholders). Cílem hodnotového řízení podniku (Value Based Management) je maximalizace hodnoty pro vlastníky (shareholder value) v dlouhodobém časovém horizontu, čehož lze dosáhnout zvýšením hodnoty pro všechny zainteresované subjekty (stakeholder value). Hodnotové řízení podniku doporučuje preferovat koncepci shareholder value, protože shareholdeři jsou rozhodujícími stakeholdery a nesou největší riziko.

Pro vyhodnocování finanční výkonnosti podniku využíváme klasické a moderní ukazatele. Klasické ukazatele vycházejí především z maximalizace zisku jako základního cíle podnikání. Naproti tomu moderní ukazatele se snaží podporovat řízení hodnoty a vykazovat co nejúžší vazbu na shareholder value, zahrnovat riziko nebo umožňovat kromě řízení výkonnosti i ocenění podniku. V praxi je využíváno velké množství různých ukazatelů, např. ekonomická přidaná hodnota (EVA), peněžní přidaná hodnota (CVA), diskontované cash flow (DCF), rentabilita investic založená na finančních tocích (CFROI), tržní přidaná hodnota (MVA) nebo Excess Return.

Koncept ekonomické přidané hodnoty byl vypracován poradenskou firmou Stern, Steward & Co. EVA pracuje s tzv. ekonomickým ziskem, který je dosažen pouze v případě, kdy jsou uhrazeny i náklady na kapitál. Ukazatel EVA měří, jak podnik za dané období přispěl svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky. EVA tedy vykazuje nejúžší vazbu na shareholder value. Pro výpočet hodnoty EVA je nutné upravit účetní data tak, aby co nejvíce odpovídala ekonomické realitě podniku. Při určování nejnütnějších úprav je důležité zaměřením se na aktiva, která nejsou uváděna v rozvaze, ale představují majetek potřebný k produkci operativního zisku. Aktiva, která jsou v rozvaze uváděna, ale nepodílejí se na produkci operativního zisku, je nutno odečíst. Výsledek hospodaření se musí upravit na operativní zisk, který se vztahuje k hlavní činnosti podniku. Koncept EVA lze využít nejen pro hodnocení výkonnosti podniku, ale také pro investiční rozhodování, oceňování podniku nebo odměňování pracovníků.

Ve své práci se budu zabývat implementací ekonomické přidané hodnoty do konkrétního podniku. Stern a Steward doporučují pro implementaci systém 4 M, který zahrnuje Measurement, Management, Motivation a Mindset.

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY, A.S.

### 5.1 Základní údaje

Datum zápisu do OR: 26. ledna 1993

Obchodní firma: XY, a.s.

Právní forma: Akciová společnost

Základní kapitál: 78 450 000,- Kč

Akcie: 7 845 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč

Předmět podnikání:

- vývoj, výroba, opravy, úpravy a znehodnocování zbraní,
- slévárenství, modelářství,
- obráběčství,
- zámečnictví, nástrojařství,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Jediným akcionářem akciové společnosti XY, a.s. je A holding a.s., jenž vlastní 100 % akcií.

### 5.2 Historie a současnost

XY, a. s. je dceřinou společností akciové společnosti A holding a.s. – kapitálově i technologicky provázané formace 13 firem. Všechny dceřiné společnosti holdingu mají sídlo v jednom moderním integrovaném areálu a jsou přímými nositeli více než 50leté tradice vývoje a výroby leteckých přístrojů, radiokomunikační, měřicí a výpočetní techniky, plošných spojů, přesných odlitků, forem, nástrojů a přesných strojních součástí.

XY, a.s. byla založena počátkem roku 1993. Vedení a převážná část zaměstnanců jsou pokračovateli úspěšné práce provozů Slévárny a Nástrojárny původní mateřské firmy A a.s.

V rámci sloučení dvou dříve nezávislých subjektů muselo vedení firmy přistoupit k vytvoření nové organizační struktury firmy, stanovit si společné priority, sjednotit vize, cíle a plány obou subjektů v jeden celek. Vzhledem k padesátileté tradici, na kterou oba provozy navázaly, začala firma už od počátku roku 1993 aktivně budovat své jméno v rámci organické provázanosti obou provozů.

### 5.3 Výrobní program

Výrobní program společnosti XY, a.s. je tvořen dvěma strojírenskými obory.

#### Slévárna

Ve slévárně jsou vyráběny nejnáročnější tenkostěnné přesné odlitky z hliníkových slitin a barevných kovů. Pro výrobu odlitků je využívána výrobní technologie tzv. přesného lití (metodou vytavitelného modelu). Tlakové a kokilové lití, jež měla společnost XY, a.s. doposud pod patronací, přesunula do dceřiné společnosti na Slovensku. Pro realizaci zakázek je využíván široký sortiment odlévaných materiálů. Hlavním oborem, na něž se XY, a.s. specializuje, je výroba přesných odlitků odlévaných ze slitin hliníku. Odlévá se však i z uhlíkových, nízko i vysoce legovaných ocelí (včetně korozivzdorných) a také ze slitin mědi.

Předmětem činnosti slévárny je podle odborné definice vymezení předmětu výroba odlitků:

- výroba prototypů,
- přesné lití metodou vytavitelného voskového modelu,
- opracování a závěrečná úprava odlitků,
- poradenská činnost.

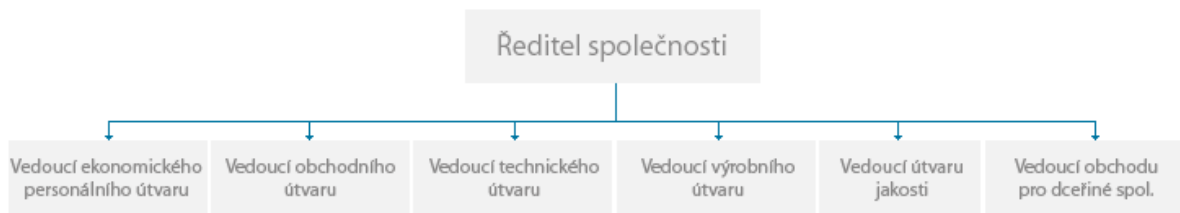
#### Nástrojárna

Druhý výrobní program je zaměřen na výrobu forem pro složité technické výlisky z termoplastu, termosetu a gumy. Pro slévárnu jsou v nástrojárně běžně vyráběny formy na tlakové lití hliníku a zinku. Neoddělitelnou součástí výroby jsou i formy na voskové modely, čímž je zajištěna provázanost činností obou provozů.

Předmětem činnosti nástrojárny je výroba:

- forem pro vstřikování plastických hmot,
- forem pro tlakové lití kovu,
- forem pro přesné lití,
- opravy a údržby forem,
- přípravků a přesně obráběných dílů,
- nástrojů,
- konzultační činnost.

## 5.4 Zaměstnanci a organizační struktura



Obr. 1 Organizační struktura společnosti XY, a.s. [31]

XY, a. s. zaměstnává 187 zaměstnanců (z toho v nástrojárně cca 60, ve slévárně cca 110 a ve správě 14).

Každý z provozů má vedle svých výrobních útvarů vlastní technickou kancelář, která zabezpečuje zpracování všech technických podkladů pro výrobu, včetně podkladů pro obchodní jednání. Správa společnosti zajišťuje řízení a kontrolu celé společnosti, provádění všech společných ekonomických, obchodních a personálních činností včetně součinností s externími subjekty. Vedení akciové společnosti je tvořeno ředitelem společnosti a vedoucími jednotlivých útvarů a provozů.

Při zajišťování vzdělávání využívá společnost spolupráci se Střední a speciální školou a vzdělávacími agenturami. Interní vzdělávací akce jsou zaměřeny na vzdělávání v oblasti systému jakosti, změně pracovně právních předpisů a jazykových znalostí (např. kurz anglického jazyka).

[30], [31]

## 5.5 Poslání, filozofie a hodnoty a cíle společnosti

### Poslání společnosti

Posláním společnosti XY, a.s. je pomocí kvalifikovaného a motivovaného pracovního týmu, moderních technologií a know-how poskytovat všem zákazníkům stále se zkvalitňující produkty a služby ve všech oblastech činnosti.

### Filozofie společnosti

Filozofií firmy XY, a.s. je vysoká profesní úroveň řídicích pracovníků, soulad technických znalostí a odborných zkušeností, pružná organizace směřující k maximální efektivitě.

### **Hodnoty společnosti**

1. Profesionalita,
2. Spolehlivost,
3. Orientace na zákazníka,
4. Výkon a kvalita,
5. Korektnost,
6. Inovace,
7. Slušnost,
8. Loajalita,
9. Zodpovědnost,
10. Komunikační otevřenost.

### **Cíle společnosti**

- Konstantně udržovat a upevňovat svou pozici mezi výrobci nejkvalitnějších výrobků.
- Vytvářet zisk, držet a zvyšovat kvalitu výroby za současného snižování nákladů.
- Budovat goodwill prosperující strojírenské firmy a zkvalitnit marketing.
- Důsledně uplatňovat politiku jakosti.
- Modernizovat výrobní a technologické zařízení.
- Motivovat zaměstnance k výkonu, jakosti a dobrému vztahu k firmě.
- Zkvalitňovat organizaci práce.
- Naplňovat obchodní a marketingové cíle v souladu s filozofií, misí a vizí společnosti.
- Vytvářet zázemí dobře prosperující firmy s přesně daným know-how a etikou podnikání.

[30], [31]

## 6 VNĚJŠÍ A VNITŘNÍ ANALÝZA

Pro analýzu vnějšího a vnitřního prostředí společnosti XY, a.s. jsem využila tzv. SWOT analýzu, v rámci níž jsem identifikovala silné a slabé stránky a příležitosti a hrozby. Následně jsou prezentovány výsledky analýzy odvětví DJ – Výroba základních kovů, hutních a kovodělných výrobků, do něhož se společnost řadí.

### 6.1 SWOT analýza

K **silným stránkám** společnosti XY, a.s. se řadí skutečnost, že je společnost nositelem více než 50tileté tradice a v regionu má vybudovanou dobrou pověst. Společnost má zavedený a udržovaný systém managementu jakosti, jenž byl certifikován dle normy EN ISO 9001:2000. R. 2009 byla úspěšně provedena recertifikace dle normy ISO 9001:2008 a certifikace dle AS 9100 Revision B. Společnost XY, a.s. plně využívá spolupráci s firmami v rámci holdingu, a to s výrobními podniky i se Střední a průmyslovou školou, která je taktéž součástí holdingu. Spolupracuje také s agenturou na podporu mezinárodního obchodu Czech Trade. Společnost zaregistrovala několik ochranných známek u Úřadu průmyslového vlastnictví ČR i u WIPO v Ženevě. Další silnou stránkou je využívání nových technologií. Společnost úspěšně zavedla technologii tvrdých vosků, díky níž je schopna vyrábět kvalitní odlitky pro letecké a zbrojní podniky podle zadaných parametrů. Došlo také k zavedení systému čárových kódů a technologie rapid prototyping.

Významnou **slabou stránkou** je v současné době vysoká zmetkovitost při výrobě, která je spojena s vysokými náklady. V regionu se projevuje nedostatek vhodných pracovníků, tato skutečnost společnosti přináší nízkou odbornou kvalifikovanost výrobních dělníků. V r. 2008 byla instalována obalovací výrobní linka, dosud však nedošlo k dosažení kvalitního zvládnutí této nové technologie pracovníky, což vede ke zdržování výroby.

**Příležitosti** se mohou nabídnout v podobě zlepšení ekonomické situace v ČR i ve světě. Vstup ČR do Evropské unie přinesl společnosti lepší podmínky v oblasti mezinárodních obchodních vztahů a současně také možnosti finanční podpory z fondů EU. Společnost XY, a.s. se v současné době připravuje na certifikaci NADCAP. Příležitostí je také možnost spolupráce s externími projekčními kancelářemi a získání nových zákazníků. Příznivé by bylo zvýšení kvalifikace pracovníků prostřednictvím pravidelných školení.

Společnost XY, a.s. má v rámci svých tržeb významný podíl exportu, a to přibližně 45 %. Proto je pro ni **hrozbou** nepříznivý vývoj měnového kurzu. Ohrozit jí také může zvyšování

cen surovin, materiálů a energie nebo změna legislativy související např. se zvýšením daní. Společnost XY, a.s. sídlí v těsné blízkosti řeky, povodně v r. 1997 zastavily provoz výroby na několik měsíců a zničily některá provozní zařízení. Hrozba dalších povodní stále trvá. V souvislosti se zhoršenou ekonomickou situací může společnost ohrozit ztráta významného odběratele, případně zhoršená platební morálka zákazníků.

Následující Obr. 2 zobrazuje souhrnné vyjádření SWOT analýzy společnosti XY, a.s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>- mnohaletá tradice</li> <li>- politika jakosti a certifikace</li> <li>- zázemí holdingu</li> <li>- spolupráce s Czech Trade</li> <li>- ochranné známky</li> <li>- systém čárových kódů</li> <li>- nové technologie, např. rapid prototyping</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- vysoká zmetkovitost při výrobě</li> <li>- nízká odborná kvalifikovanost dělníků</li> <li>- nedostatečně zvládnutá technologie nové výrobní linky</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>- zlepšení ekonomické situace</li> <li>- možnosti finanční podpory z fondů EU</li> <li>- získání nových certifikací</li> <li>- spolupráce s externími projekčními kanceláři</li> <li>- získání nových odběratelů</li> <li>- školení pracovníků</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- nepříznivý vývoj měnového kurzu</li> <li>- zvyšování cen surovin, materiálů a energie</li> <li>- změna legislativy</li> <li>- povodně</li> <li>- zhoršená platební morálka odběratelů</li> </ul>

Obr. 2 SWOT analýza společnosti XY, a.s. [vlastní zpracování]

## 6.2 Analýza odvětví

Podle klasifikace odvětvových a ekonomických činností můžeme společnost XY, a. s. zařadit do zpracovatelského průmyslu, konkrétně se jedná o OKEČ DJ – **Výroba základních kovů, hutních a kovodělných výrobků**. Odvětví DJ (dřívější název Průmysl výroby kovů a kovodělných výrobků) se podle Odvětvové klasifikace ekonomických činností OKEČ dělí na obory OKEČ 27 a OKEČ 28.

Společnou vlastností odvětví **OKEČ 27 - výroba základních kovů a hutních výrobků**, je skutečnost, že všechny tyto obory jsou výrobci polotovaru pro další zpracování ve finální výrobky v navazujících odvětvích. Jen nepatrná část jejich výrobků má finální charakter. Rozhodující výrobní zařízení mají dlouhou dobu životnosti a dlouhý cyklus obnovy.

Druhým odvětvím v průmyslu DJ je odvětví **OKEČ 28 – výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků**. Společným rysem všech oborů v OKEČ 28 je návaznost na hut-



nickou základnu ČR. Hutní produkty tvoří trvale rozhodující surovinové vstupy, jejichž dalším zpracováním je jednak přímo zabezpečována finální produkce, či jsou zajišťovány komponenty a polotovary pro ostatní odvětví a obory průmyslu ČR.

Společnost XY, a. s. má bohatý výrobní program a v rámci OKEČ 27 ji můžeme zařadit do oboru 27.5 – *odlévání kovů (slévárenství)*. Řadí se také do OKEČ 28, a to do výrobních oborů *kování, lisování, ražení, válcování, protlačování kovů; prášková metalurgie (OKEČ 28.4)* a *výroba ostatních kovodělných výrobků (OKEČ 28.7)*. V rámci finanční analýzy budu tedy její výsledky porovnávat s celým odvětvím OKEČ DJ.

Odvětví výroby kovů včetně hutního zpracování je pro zpracovatelský průmysl především dodavatelem surovin a polotovarů. Významně se však také podílí na celkovém objemu produkce zpracovatelského průmyslu.

V r. 2008 došlo k citelnému zpomalení tempa růstu tržeb zpracovatelského průmyslu (z 9,4 % v r. 2007 na 0,8 % v r. 2008). Hlavní příčinou byla globální krize v automobilovém průmyslu, dále vysoké ceny surovin, snížení dynamiky růstu, vysoký kurz a volatilita české koruny. V rámci zpracovatelského průmyslu se subsektory DJ podílela v r. 2008 z 14,8 % na tržbách za produkci vlastních výrobků a služeb, došlo k mírnému poklesu podílu z 15,2 % v r. 2007. Výroba základních kovů, hutních a kovodělných výrobků vykazovala v letech 2006 až 2008 nejvyšší podíl na vytvořené účetní přidané hodnotě zpracovatelského průmyslu. Ve stejném období zaměstnávala v rámci zpracovatelského průmyslu nejvíce pracovníků, přibližně 190 tis. osob. Řadí se tedy mezi nejvýznamnější zpracovatelské sektory v ČR.

## 7 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCÍ KLASICKÝCH UKAZATELŮ

Pro hodnocení výkonnosti pomocí klasických měřítek jsem využila ukazatele finanční analýzy. Zhodnotila jsem vývoj podniku XY, a.s. v letech 2005 až 2008, výsledky jsem porovnávala s odvětvím, do něž je podnik zařazen (DJ – Výroba základních kovů, hutních a kovodělných výrobků). Provedla jsem analýzu absolutních ukazatelů (tedy rozbor jednotlivých položek rozvahy a výkazu zisků a ztrát včetně analýzy vývoje výsledku hospodaření), z rozdílových ukazatelů jsem analyzovala vývoj čistého pracovního kapitálu. Následuje analýza poměrových ukazatelů (zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity) a výpočet souhrnných ukazatelů, a to Altmanova Z-skóre a index IN05. Na závěr jsem porovnávala základní poměrové ukazatele společnosti XY, a.s. a odvětví prostřednictvím spider analýzy.

### 7.1 Analýza majetkové a finanční struktury majetku

V rámci analýzy majetkové a finanční struktury podniku jsem provedla procentuální rozbor a analýzu časového vývoje jednotlivých položek rozvahy v letech 2005 až 2008. Rozvaha společnosti XY, a.s. v jednotlivých letech je zobrazena v příloze P I. Procentuální rozbor a časový vývoj jsou znázorněny v příloze P III.

Při pohledu na majetkovou část rozvahy lze shledat, že celkový objem majetku se v letech 2005 až 2007 pohyboval na stabilní úrovni s minimálními výkyvy. V průběhu roku 2008 došlo k nárůstu výše aktiv o 60 %, způsobeného investicemi do dlouhodobého hmotného majetku.

Při analýze dlouhodobého majetku lze vyzorovat jeho výrazný pokles mezi léty 2005 a 2006, který byl z velké většiny zapříčiněn poklesem dlouhodobého finančního majetku, jehož podíl na celkových aktivech se takto snížil z 30 % na pouhých 14 %. Tato skutečnost byla způsobena tím, že byl odprodán podíl D, s.r.o. a naopak nakoupen 50 % podíl akcií společnosti SZ, a.s. Závěrem r. 2007 získal podnik XY, a.s. 66 % podíl na nově založené slovenské společnosti P, s.r.o. V průběhu r. 2008 byla realizována významná investiční akce, a to instalace a spuštění automatické obalovací linky s robotem, což více než zdvojnásobilo hodnotu dlouhodobého hmotného majetku.

Oběžná aktiva tvoří ve sledovaných letech přibližně 60 % celkové hodnoty aktiv. V r. 2008 došlo díky růstu tržeb k výraznému nárůstu výše pohledávek z obchodního styku. V tomtéž

roce firma XY, a.s. poskytla dlouhodobý úvěr ve výši 10,7 mil. Kč dceřiné společnosti P, s.r.o., čímž došlo k růstu dlouhodobých pohledávek.

V letech 2005 až 2007 společnost kryla svá aktiva přibližně z 60 % vlastními zdroji. Během sledovaných let se na změnách vlastního kapitálu podílí zejména výsledek hospodaření, u nějž lze pozorovat značné kolísání. Ztráta r. 2006 je odůvodněna především neúspěšnou zakázkou pro zákazníka v Rakousku.

Přibližně 80 % cizích zdrojů tvořily v období 2005 až 2008 krátkodobé závazky. V r. 2008 došlo k nárůstu cizích zdrojů o více než 60 mil. Kč, na němž se největší měrou podílelo čerpání investičního úvěru ve výši 51,5 mil. Kč na novou technologii slévárny. Další položkou ovlivňující tento nárůst byl nový závazek ve formě půjčky s úrokem od mateřské společnosti ve výši 11,7 mil. Kč. Tyto prostředky byly použity na půjčku dceřiné společnosti P, s.r.o. Navýšil se také objem závazků z obchodních vztahů. Tímto navýšením cizích zdrojů došlo ke změně struktury krytí aktiv, cizí zdroje v r. 2008 kryly 60 % celkové hodnoty majetku.

Odvětví vykazuje velmi podobnou strukturu majetku jako analyzovaná společnost. V letech 2005 až 2007 byla téměř shodná také struktura na straně pasiv. Odvětví, stejně jako společnost XY, a.s., krylo svůj majetek především z vlastních zdrojů. R. 2008 analyzovaná společnost přijala investiční úvěr, jímž navýšila své závazky a zadluženost vzrostla z původních 40 % na 60 %.

## 7.2 Analýza výnosů a nákladů

Tato kapitola prezentuje výsledky procentuálního rozboru a analýzy časového vývoje položek výkazu zisků a ztrát v letech 2005 až 2008. Výkaz zisků a ztrát společnosti XY, a.s. s údaji v jednotlivých letech je uveden v příloze P II. Procentuální rozbor a časový vývoj jsou zobrazeny v příloze P IV.

Z pohledu výnosů, dosahovaných společnostmi XY, a.s. v letech 2005 až 2008, lze konstatovat, že pro společnost hrají nejdůležitější roli tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Tato položka zaujímá více než 80 % podíl na výnosech, stejně je tomu i v odvětví. Je to dáno výrobní charakteristikou společnosti. V r. 2005 tvořily tržby za prodej vlastních výrobků a služeb 88 % veškerých výnosů, ostatní položky výnosů byly pro tento rok zanedbatelné.

V r. 2006 došlo ke snížení tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Provoz nástrojárna se mimo tradiční odběratele z oboru automobilového průmyslu zaměřil také na oblast elektrotechniky. Na počátku r. 2006 byla získána významná zakázka na výrobu forem pro lisování konektoru od firmy TICO Austria. Bohužel nároky zákazníka na mimořádnou přesnost rozměrů těchto výrobků a neschopnost strojů na pracovišti drátového řezání splnit tyto požadavky vedly ke stornování zakázek a tím k zásadnímu propadu zásobníku práce. Výrazně se snížily výkony střediska tlakového lití, které je ve velké míře závislé na svém hlavním zákazníkovi z oboru automobilového průmyslu. Došlo totiž ke zpoždění náběhu celé garnitury tlakových odlitků pro nový model, čímž se tržby, které scházely do plnění r. 2006, realizovaly až v r. 2007. Několik garnitur forem také nebylo možno do konce roku ovzorkovat a schválit pro konečnou fakturaci v r. 2006. Ztráta z r. 2006 byla také částečně ovlivněna ztrátovým prodejem podílu ve společnosti D, s.r.o.

V letech 2007 a 2008 společnost zvyšovala své tržby za prodej vlastních výrobků, a to meziročně o přibližně 15 mil. Kč. V posledních dvou měsících r. 2008 se začal projevovat vliv počínající hospodářské krize, byly ze strany zákazníků omezovány objednávky, případně byly přesouvány na pozdější dobu. To se projevilo ve snižujícím se objemu tržeb.

Z hlediska nákladů zaujímá největší podíl na celkových nákladech výkonová spotřeba, a to přibližně 55 %. V odvětví dosahuje tento podíl přes 70 %. Druhou nejvýznamnější položku tvoří osobní náklady s podílem necelých 30 % na celkových nákladech. Ostatní položky jsou zanedbatelné.

Také v odvětví tvoří výkony přibližně 85 % z celkových výnosů. V letech 2007 a 2008 došlo u analyzované společnosti k navýšení tržeb z prodeje zboží (v obou letech dosáhly 12 % celkových výnosů), zatímco u odvětví se tato položka pohybuje v zanedbatelné hladině 3 %. V oblasti nákladů vykazuje společnost XY, a.s. odlišnou strukturu. Zatímco výkonová spotřeba analyzované společnosti dosahuje přibližně 55 % z celkové hodnoty nákladů, u odvětví tento podíl ve všech sledovaných letech přesahuje 70 %. Společnost XY, a.s. má naproti tomu vyšší podíl osobních nákladů na celkových nákladech než odvětví. V odvětví dosahuje tento podíl 10 %, avšak u analyzované společnosti téměř 30 %.

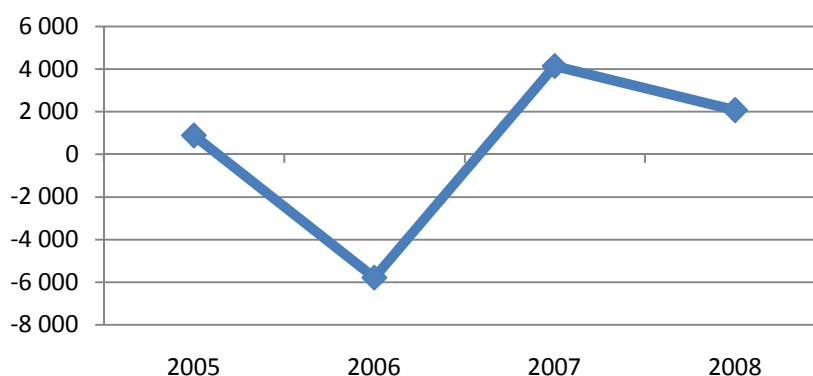
### 7.3 Analýza vývoje zisku

V následující Tab. 2 je sumarizován přehled vývoje hospodářského výsledku a jeho jednotlivých součástí. Obr. 3 znázorňuje vývoj čistého hospodářského výsledku v letech 2005 – 2008.

Na první pohled lze vidět propad do ztráty v roce 2006 a výrazný nárůst zisku v následujícím roce. Příčiny tohoto vývoje byly zmíněny v předchozí části týkající se výnosů a nákladů. Zvýšení zisku v r. 2007 bylo mimo již uvedených příčin způsobeno i restrukturalizací společnosti. Došlo k výměně managementu a společnost přistoupila na změnu řízení obchodu a budování obchodní strategie, začala např. důsledně dbát na vytváření marketingových konceptů, reorganizovala se jednotlivá pracoviště, vznikly nové úseky a byli přijati pracovníci s vysokou jazykovou vybaveností a fundovaností v oboru. Společnost v letech 2005 až 2007 neměla splatnou daň, mimo jiné z důvodu odpočtu ztráty z minulých let ze základu daně. Nižší hodnota ukazatele EBT než je čistý zisk ukazuje skutečnost, že společnost zaúčtovala v těchto letech odloženou daňovou pohledávku, kterou uplatňuje z rozdílu účetních a daňových zůstatkových cen majetku.

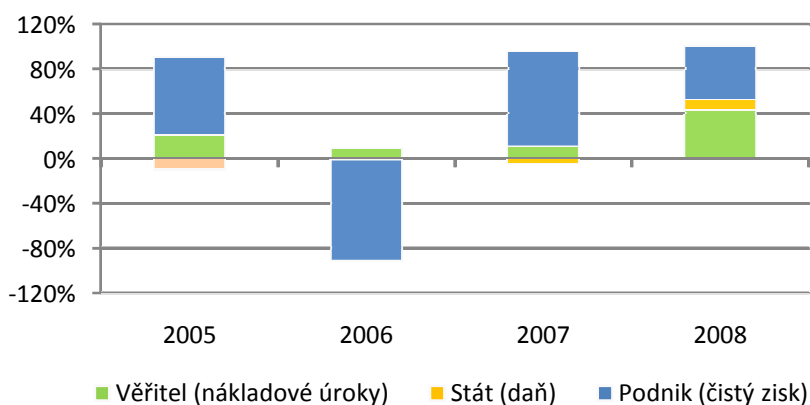
Tab. 2 Vývoj hospodářského výsledku [vlastní zpracování]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008
<b>Provozní VH</b>	-573	-1 958	5 320	3 987
<b>Finanční VH</b>	1 341	-3 903	-1 407	-1 492
<b>Mimořádný VH</b>	0	0	0	0
<b>EAT</b>	893	-5 778	4 149	2 083
<b>EBT</b>	768	-5 861	3 913	2 495
<b>EBIT</b>	1 032	-5 301	4 424	4 356



Obr. 3 Vývoj EAT [vlastní zpracování]

Z následujícího Obr. 4 je patrné, že zisk vyprodukovaný společností XY, a.s. zůstával v letech 2005 – 2007 z velké míry v podniku v podobě čistého zisku. V r. 2008 společnost čerpala investiční úvěr a úročenou půjčku od mateřské společnosti, z toho důvodu došlo v průběhu roku k výraznému navýšení nákladových úroků, které ke konci r. 2008 dosáhly téměř 2 mil. Kč. V předchozích letech dosahovaly přibližně 0,5 mil. Kč.



Obr. 4 Dělení EBIT [vlastní zpracování]

#### 7.4 Analýza čistého pracovního kapitálu

Společnost XY, a.s. dosahovala ve všech analyzovaných letech kladnou hodnotu ČPK. Podnik má tedy k dispozici finanční prostředky ke krytí neočekávaných situací. Ovšem podíl ČPK na oběžných aktivech se pohybuje ve sledovaných letech přibližně ve výši 50 %, což značí o vázání příliš velkého množství majetku v oběžných aktivech. Tato situace sice zaručuje vysokou likviditu podniku, avšak jde o neefektivní umrtvování peněz v oběžném majetku.

Tab. 3 Vývoj čistého pracovního kapitálu [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
ČPK (v tis. Kč)	27 975	32 492	30 784	49 783
ČPK / OA	53,69%	46,36%	49,32%	49,73%

#### 7.5 Analýza zadluženosti a vztahu majetkové a finanční struktury

Aktiva společnosti XY, a. s. v období let 2005 až 2007 financována cizími zdroji přibližně ze 40 %. V r. 2008 došlo vlivem investičního bankovního úvěru a půjčky od mateřské společnosti k nárůstu hodnoty cizích zdrojů, celková zadluženost vzrostla na 60 %. Doporuče-

ná hodnota se pohybuje v rozmezí 30 – 60 %, což podnik XY, a. s. splňuje. V odvětví se celková zadluženost dlouhodobě pohybuje v přibližně ve výši 40 %.

Známy ukazatel „zlaté pravidlo“ financování je u společnosti XY, a.s. dodržen, tento požadavek je plněn i v odvětví. Ve všech sledovaných letech byl podnik schopen pokrýt svůj dlouhodobý majetek dlouhodobými zdroji, což vypovídá o vysoké finanční stabilitě. Firma využívá konzervativní financování, protože dlouhodobými zdroji část oběžného majetku financuje.

Ukazatel úrokového krytí je ovlivněn ztrátou roku 2006. V ziskových obdobích je ovšem firma schopna vydělat tolik, aby pokryla vzniklé úroky z půjček. V r. 2008 významně narostly nákladové úroky, čímž došlo k poklesu ukazatele úrokového krytí. Odvětví vykazuje ve všech analyzovaných letech lepší hodnoty úrokového krytí.

Pokud do výpočtů zadluženosti zahrneme budoucí leasingové splátky, celková zadluženost vzroste až v r. 2007, a to z 37 % na 46 %. V průběhu r. 2007 došlo k výraznému nárůstu leasingu z důvodu nákupů několika automobilů a pracovních strojů formou leasingu.

Tab. 4 Vybrané ukazatele zadluženosti [vlastní zpracování]

		2005	2006	2007	2008
XY, a.s.	Celková zadluženost	34%	43%	37%	60%
	Dl. zdroje / Dl. majetek	1,57	2	1,92	1,83
	Úrokové krytí	3,91	-9,47	8,66	2,34
odvětví DJ	Celková zadluženost	47%	44%	40%	40%
	Dl. zdroje / Dl. majetek	1,43	1,36	1,40	1,51
	Úrokové krytí	12,18	9,71	20,78	7,41

Součástí analýzy zadluženosti je také multiplikátor jmění vlastníků, který nám říká, zda má zvyšování podílu cizích zdrojů pozitivní vliv na rentabilit vlastního kapitálu. Ve všech sledovaných letech dosahuje multiplikátor podniku XY, a.s. úroveň přesahující hodnotu jedna, což je známkou toho, že další zadlužování je pro podnik výhodné.

Tab. 5 Multiplikátor jmění vlastníků [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>EBT / EBIT</b>	0,74	1,11	0,88	0,57
<b>A / VK</b>	1,51	1,76	1,58	2,48
<b>Multiplikátor</b>	<b>1,12</b>	<b>1,95</b>	<b>1,40</b>	<b>1,42</b>

## 7.6 Analýza likvidity

Společnost XY, a.s. dosahovala ve sledovaných letech hodnot likvidity na horní hranici doporučených hodnot MPO, dokonce tyto hodnoty překonala. Především v r. 2005 společnost vykazovala výrazně vysoké hodnoty likvidity v porovnání jak s MPO, tak s odvětvím. V následujícím roce došlo k výraznějšímu snížení hodnot ukazatelů likvidity. Od r. 2007 likvidita podniku XY, a.s. roste, pouze hotovostní likvidita v r. 2008 poklesla vlivem nárůstu krátkodobých závazků z obchodních vztahů v závěru roku.

Tab. 6 Ukazatele likvidity [vlastní zpracování]

		2005	2006	2007	2008	MPO
XY, a.s.	Běžná l.	2,16	1,86	1,97	1,99	<b>1,5 - 2</b>
	Pohotová l.	1,37	1,2	1,22	1,31	<b>1</b>
	Hotovostní l.	0,4	0,26	0,37	0,24	<b>0,2</b>
odvětví DJ	Běžná l.	1,76	1,71	1,82	1,93	
	Pohotová l.	0,94	0,82	1,17	1,27	
	Hotovostní l.	0,21	0,28	0,46	0,33	

## 7.7 Analýza rentability

Analyzovaná společnost vykazovala v r. 2005 velmi nízké hodnoty ukazatelů rentability, a to zejména v porovnání s odvětvím. Následujícího roku podnik vykázal ztrátu, což se negativně projevilo v ukazatelích rentability, které se tímto dostaly do záporných čísel. V r. 2007 společnost vykázala výrazný zisk oproti předešlým dvěma letům, a tím došlo k nápadnému zvýšení ukazatelů rentability. R. 2008 sice společnost dosáhla zisku, začal se ale projevovat vliv hospodářské krize a byly omezovány objednávky ze strany zákazníků. Rentabilita tedy dosáhla na nižší úroveň než v předchozím roce. V porovnání s celým odvětvím vykazovala společnost XY, a.s. v období let 2005 – 2008 výrazně nižší hodnoty rentability. Avšak i odvětví všeobecně bylo zasaženo v r. 2008 začínající krizí a ukazatele rentability se po růstu z předchozích let snížily.

Tab. 7 Vybrané ukazatele rentability [vlastní zpracování]

		2005	2006	2007	2008
XY, a.s.	R. tržeb	0,60%	-4,00%	2,40%	1,07%
	R. aktiv	1,00%	-4,90%	4,30%	2,61%
	R. vl. kapitálu	1,30%	-9,50%	6,40%	3,10%
odvětví DJ	R. tržeb	5,20%	6,50%	9,86%	5,36%
	R. aktiv	11,20%	12,50%	15,45%	9,09%
	R. vl. kapitálu	14,70%	16,10%	18,62%	10,10%



## 7.8 Analýza aktivity

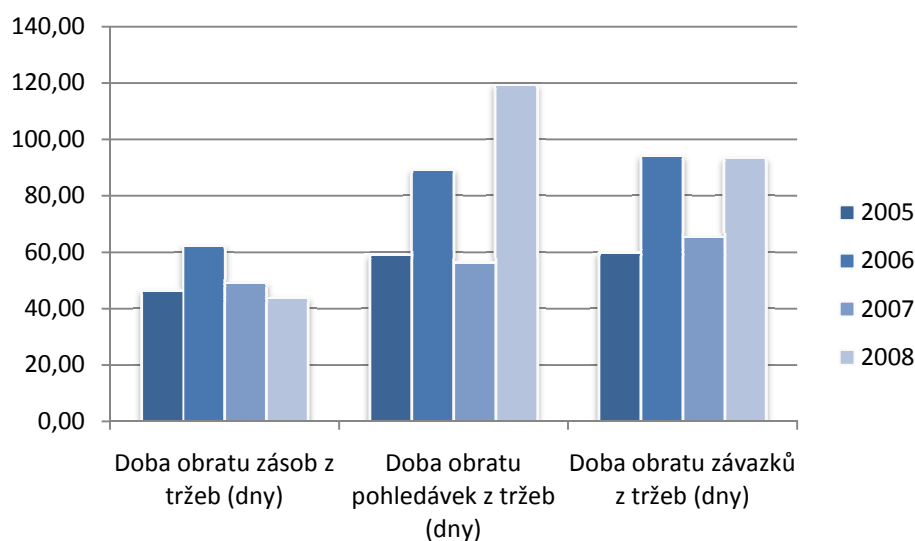
Obratovost aktiv se ve sledovaných letech pohybuje nad hranicí jedna. Z pohledu aktivity tedy společnost XY, a.s. splňuje základní podmínku, aby z 1 Kč majetku získala minimálně 1 Kč tržeb. V r. 2007 se významně zvýšily tržby podniku, čímž vzrostl ukazatel obratu aktiv na hodnotu 1,69. V r. 2008 došlo ke zvýšení tržeb, ale také k výraznému navýšení hodnoty aktiv investicemi do dlouhodobého majetku. Tím poklesla hodnota ukazatele obratu aktiv na 1,17. Odvětví vykazuje v letech 2007 a 2008 nižší hodnoty, ale i jemu se daří dosahovat výše uvedeného pravidla.

Při pohledu na dobu obratu zásob zjistíme, že v ziskových obdobích společnosti dosahuje téměř shodných hodnot jako odvětví, průměrně se zásoby v podniku otočí po 50 dnech. Vyšší hodnota ukazatele je vykázána r. 2006, kdy došlo ke krizové situaci s neodebranými výrobky, což navýšilo hodnotu zásob. Od r. 2006 dochází k postupnému zrychlování doby obratu zásob, zatímco v odvětví tento ukazatel zpomaluje.

Doba obratu pohledávek a závazků výrazně vzrostla v r. 2006 vlivem výše uvedených důvodů. K výraznému nárůstu (o více než 100 % na téměř 120 dní) došlo v r. 2008. Toho roku vykázala společnost XY, a.s. vysoké tržby, s nimiž byla spojena vysoká úroveň pohledávek. Začal se projevovat vliv hospodářské krize, odběratelé využívali odložené platby, případně se s platbami opožďovali. Stejně tak analyzovaná společnost se kvůli obavám z dalšího vývoje na trhu snažila co nejvíce oddalovat splácení svých závazků k dodavatelům. V letech 2005 až 2007 je pozitivní, že společnost dostávala zapláceno dříve, než sama platila. Avšak v r. 2008 doba obratu pohledávek převýšila dobu obratu závazků. Také v odvětví v r. 2008 došlo k nárůstu doby obratu pohledávek i závazků, avšak tento růst nebyl tak výrazný jako u analyzované společnosti.

Tab. 8 Vybrané ukazatele aktivity [vlastní zpracování]

		2005	2006	2007	2008
XY, a.s.	Obrat aktiv	1,38	1,34	1,69	1,17
	DO zásob (dny)	46,2	62,19	48,96	43,61
	DO pohledávek (dny)	58,77	89,05	56,04	119,19
	DO závazků (dny)	59,73	94,01	65,28	93,12
odvětví DJ	Obrat aktiv	1,45	1,36	1,12	1,13
	DO zásob (dny)	48,67	48,54	56,65	59,13
	DO pohledávek (dny)	73,99	65,36	62,68	82,97
	DO závazků (dny)	78,76	79,58	87,93	89,25



Obr. 5 Vybrané ukazatele aktivity [vlastní zpracování]

## 7.9 Souhrnné ukazatele

Nejznámější a nejpoužívanější model pro souhrnné zhodnocení situace se nazývá Altmanovo Z-skóre. Podle vypočtených hodnot v letech 2005 až 2007 patřila společnost XY, a.s. do intervalu 1,81 – 2,99, který označuje nevyhraněnou finanční situaci. V r. 2008 však hodnota Z-skóre výrazně poklesla z 2,72 na 1,73, což svědčí o finančních problémech. Vliv na tuto hodnotu měly především investice do dlouhodobého majetku a přijetí investičního úvěru, což vedlo ke zvýšení hodnoty aktiv a zvýšilo zadluženost společnosti.

Tab. 9 Altmanův index důvěryhodnosti (Z-skóre)

[vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>ČPK/Aktiva</b>	0,26	0,30	0,30	0,30
<b>Nerozdělené zisky/Aktiva</b>	0,02	0,00	-0,05	-0,01
<b>EBIT/Aktiva</b>	0,01	-0,05	0,04	0,03
<b>VK/Cizí zdroje</b>	1,97	1,31	1,72	0,68
<b>Tržby/Aktiva</b>	1,38	1,34	1,69	1,17
<b>Z-skóre</b>	<b>2,44</b>	<b>1,95</b>	<b>2,72</b>	<b>1,73</b>

V rámci souhrnných ukazatelů jsem dále vypočetla index důvěryhodnosti manželů Neumaierových IN05. Ve sledovaném období tento ukazatel nikdy nepřevýšil mez 1,6, nad níž se vyskytují podniky tvořící hodnotu. V letech 2005 a 2007 patřila podle tohoto ukazatele společnost XY, a.s. do pásma šedé zóny. V letech 2006 a 2008 hodnota ukazatele poklesla

pod hranici 0,9. Podnik měl tedy finanční problémy. R. 2006 dosáhl ztráty, což významně snížilo hodnotu IN05. Největší váhu při výpočtu IN05 mají totiž podílové ukazatele vycházející ze zisku. V r. 2008 výrazně narostly vlivem přijatých úvěrů nákladové úroky, tato skutečnost (společně s nárůstem hodnoty aktiv a zvýšení zadluženosti) vedla k poklesu ukazatele IN05.

Tab. 10 Index IN05 [vlastní zpracování]

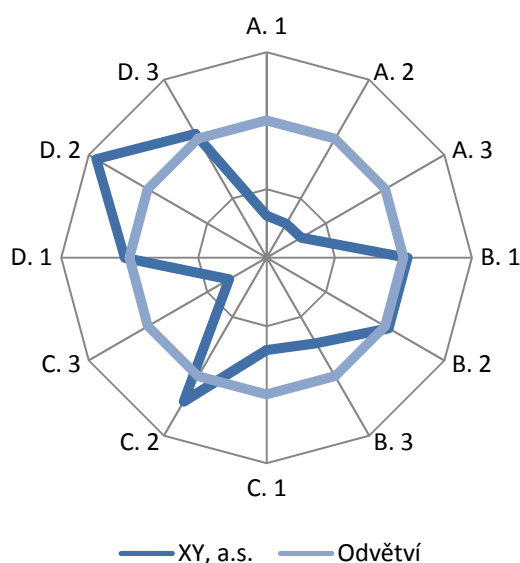
	2005	2006	2007	2008
<b>Aktiva/Cizí kapitál</b>	2,97	2,31	2,72	1,68
<b>EBIT/Nákladové úroky</b>	3,91	-9,47	8,66	2,34
<b>EBIT/Aktiva</b>	0,01	-0,05	0,04	0,03
<b>Výnosy/Aktiva</b>	1,54	1,7	1,78	1,28
<b>Oběžná aktiva/Kr. CK</b>	2,16	1,86	1,97	1,99
<b>IN05</b>	<b>1,10</b>	<b>0,25</b>	<b>1,41</b>	<b>0,86</b>

## 7.10 Spider analýza

Následující Tab. 11 a Obr. 6 zobrazují porovnání základních poměrových ukazatelů finanční analýzy podniku XY, a.s. s odvětvím v r. 2008.

Tab. 11 Porovnání poměrových ukazatelů v r. 2008 [vlastní zpracování]

			XY, a.s.	Odvětví
<b>Rentabilita</b>	A. 1	Rentabilita vlastního kapitálu	3,10%	10,10%
	A. 2	Rentabilita aktiv	2,61%	9,09%
	A. 3	Rentabilita výnosů	2,03%	6,98%
<b>Likvidita</b>	B. 1	Běžná likvidita	1,99	1,93
	B. 2	Pohotová likvidita	1,31	1,27
	B. 3	Hotovostní likvidita	0,24	0,33
<b>Zadluženost</b>	C. 1	Vlastní kapitál/Aktiva	0,40	0,60
	C. 2	Krytí dlouh. majetku dlouh. kapitálem	1,83	1,51
	C. 3	Úrokové krytí	2,34	7,41
<b>Aktivita</b>	D. 1	Obratovost aktiv	1,17	1,13
	D. 2	Obratovost pohledávek	119,19	82,97
	D. 3	Obratovost závazků	93,12	89,25



Obr. 6 Porovnání poměrových ukazatelů v r. 2008

[vlastní zpracování]

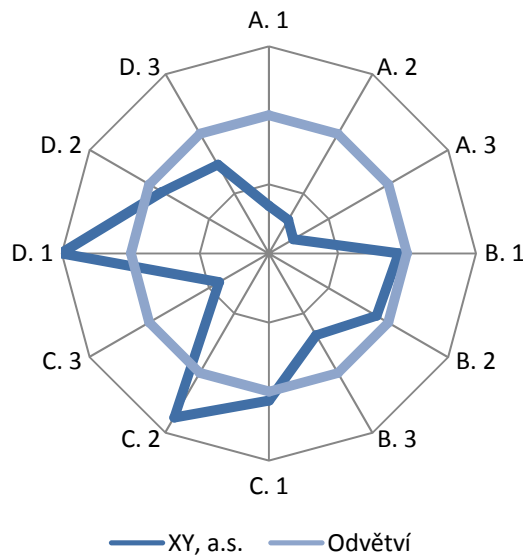
Z Tab. 11 i Obr. 6 je patrné, že společnost dosahovala r. 2008 v oblasti rentability v porovnání s odvětvím výrazně nižších hodnot. Zatímco odvětví vykázalo výnosnost vlastního kapitálu ve výši 10 %, společnost XY, a.s. pouze 3 %. Hodnoty likvidity měla analyzovaná společnost srovnatelná s hodnotami celého odvětví. R. 2008 společnost přijala investiční úvěr, což vedlo ke změně struktury financování a zadluženost se zvýšila na 60 %. Odvětví kryje svá aktiva především z vlastních zdrojů a jeho zadluženost je 40 %. Podnik byl schopen pokrýt svůj dlouhodobý majetek dlouhodobými zdroji, což vypovídá o vysoké finanční stabilitě. Jeho poměr krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji je 1,83, zatímco odvětví vykazuje výši 1,51. V r. 2008 významně narostly nákladové úroky, čímž došlo k poklesu ukazatele úrokového krytí. Odvětví vykazuje výrazně lepší hodnoty úrokového krytí. V oblasti aktivity má společnost XY, a.s. srovnatelné výsledky s odvětvím u obratu celkových aktiv a obratu závazků. Avšak v obratu pohledávek dosahovala analyzovaná společnost výrazně horších výsledků. V posledních měsících roku se začal projevovat vliv hospodářské krize, odběratelé využívali odložené platby, případně se s platbami opožďovali. Nárůst výše pohledávek vykazuje i odvětví, avšak ne tak výrazný.

Porovnání základních poměrových ukazatelů společnosti XY, a.s. s odvětvím v r. 2007 zobrazují Tab. 12 a Obr. 7. Je patrné, že situace se výrazně neliší od stavu v r. 2008. Společnost XY, a.s. vykázala výrazně nižší rentabilitu než odvětví. V oblasti likvidity společnost téměř dosahuje výsledků v odvětví, slabší je však hlavně hotovostní likvidita. V r.

2007 byla společnost zadlužená ve výši 40 %, tedy shodně s odvětvím. Zatímco v r. 2008 vykazovala vyšší obrat pohledávek, než byl vykázán v odvětví, v předchozím roce byl obrat pohledávek nižší, zatímco obrat aktiv přesáhl situaci v odvětví.

Tab. 12 Porovnání poměrových ukazatelů v r. 2007 [vlastní zpracování]

			XY, a.s.	Odvětví
<b>Rentabilita</b>	A. 1	Rentabilita vlastního kapitálu	6,40%	18,62%
	A. 2	Rentabilita aktiv	4,30%	15,45%
	A. 3	Rentabilita výnosů	2,41%	11,78%
<b>Likvidita</b>	B. 1	Běžná likvidita	1,71	1,82
	B. 2	Pohotová likvidita	1,06	1,17
	B. 3	Hotovostní likvidita	0,32	0,46
<b>Zadluženost</b>	C. 1	Vlastní kapitál/Aktiva	0,63	0,59
	C. 2	Krytí dlouh. majetku dlouh. kapitálem	1,92	1,40
	C. 3	Úrokové krytí	8,66	20,78
<b>Aktivita</b>	D. 1	Obratovost aktiv	1,69	1,12
	D. 2	Obratovost pohledávek	56,04	62,68
	D. 3	Obratovost závazků	65,28	87,93



Obr. 7 Porovnání poměrových ukazatelů v r. 2007 [vlastní zpracování]

## 8 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCÍ EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY

V této kapitole je zhodnocena výkonnost společnosti XY, a.s. prostřednictvím moderního ukazatele ekonomické přidané hodnoty, který vyjadřuje, jak za dané období společnost přispěla ke změně hodnoty pro své vlastníky.

Nejprve je provedena kalkulace ukazatele EVA pomocí ekonomického modelu, který vyžaduje úpravu účetních údajů, aby co nejlépe charakterizovaly ekonomickou situaci podniku. Pro výpočet vycházím ze vztahu:  $EVA = NOPAT - WACC \times C$  (NOA). Pro srovnání je uveden výpočet ukazatele EVA také prostřednictvím účetního modelu.

### 8.1 Vymezení C (NOA)

Velikost investovaného kapitálu můžeme stanovit z rozvahy buď ze strany pasiv (tzv. finanční přístup  $\rightarrow C$ ), nebo ze strany aktiv (tzv. majetkový přístup  $\rightarrow NOA$ ). Já využiji majetkový přístup, budu tedy vycházet z aktiv rozvahy.

#### Aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány

- *Leasing:*

Společnost XY, a. s. využívá finanční leasing jako formu financování majetku především až v r. 2007. Výši budoucích leasingových splátek jsem diskontovala na současnou hodnotu. K diskontování jsem využila úrokovou míru odhadnutou prostřednictvím stanovení nákladů na cizí kapitál plynoucího z tržních dat (konkrétní výpočty jsou uvedeny v Tab. 25) Pro převedení leasingových splátek na současnou hodnotu jsem diskontní míru v následujících letech odhadla na 9 %. Vypočtenou současnou hodnotu plateb plynoucích z leasingu aktivuji do dlouhodobého majetku i do závazků ve výši podle Tab. 13.

Tab. 13 Hodnota leasingu aktivovaná v jednotlivých letech [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Aktivovaná hodnota leasingu</b>	0	191	691	13 978	10 357

- *Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku:*

U analyzovaného podniku XY, a.s. nebyly uplatněny.

- *Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky:*

Společnost ve sledovaných letech nevydala výdaje, které by měly dlouhodobé účinky.

- *Goodwill*

Goodwill nebudeme aktivovat do NOA, jelikož jeho hodnota není známa.

- *Úmyslně vytvořené tiché rezervy:*

Analyzovaná společnost XY, a.s. nevytváří nadbytečné a tiché rezervy.

### **Vyčlenění neoperativních aktiv**

- *Krátkodobý finanční majetek*

Při konzultaci v podniku byla stanovena hranice hotovostní likvidity, do níž je výše KFM považována za provozně nutnou, na úrovni 0,5. Dosahovaná hotovostní likvidita společnosti XY, a. s. ve všech sledovaných letech nepřesahuje tuto hodnotu. Jedná se tedy o provozní úroveň peněžních prostředků, a nebudu proto krátkodobý finanční majetek z aktiv vyčleňovat.

- *Dlouhodobý finanční majetek*

Hodnotu DFM jsem ve sledovaných letech odečetla od aktiv v plné výši, protože se jedná o investice portfoliového charakteru nebo investice do dceřiných podniků, s nimiž však nemá společnost XY, a. s. propojenou hlavní činnost, a neplynou jí z nich výnosy. Následující Tab. 14 znázorňuje hodnotu dlouhodobého finančního majetku analyzované společnosti v jednotlivých letech, která bude z hodnoty aktiv vyčleněna.

*Tab. 14 Výše dlouhodobého finančního majetku [vlastní zpracování]*

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>DFM</b>	5 329	31 607	14 289	17 423	19 683

- *Nedokončené investice*

Společnost XY, a.s. vykazovala nedokončený majetek v r. 2005 ve výši 2 943 tis. Kč. Koncem r. 2008 byla na účtu nedokončeného dlouhodobého majetku vedena částka 23 964 tis. Kč (související s investicí do technologie slévárny), která byla aktivována v r. 2009. Nedokončený majetek se v daném období nepodílel na výsledku hospodaření, proto jej z aktiv vyčlením.

Tab. 15 Hodnota nedokončených investic [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Nedokončené investice</b>	0	2 943	0	0	23 964

- *Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti*

Všechna aktiva analyzované společnosti jsou určena jako provozně potřebná, proto zde nebudeme provádět žádnou úpravu.

### Neúročený cizí kapitál

K neúročeným položkám pasiv patří rezervy, neúročené dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky a časové rozlišení pasiv. O tyto hodnoty snížím upravená aktiva. Tab. 16 zobrazuje vývoj neúročených cizích zdrojů společnosti XY, a. s. ve sledovaných letech.

Tab. 16 Vývoj neúročených cizích zdrojů [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Rezervy</b>	0	0	0	0	0
<b>Neúročené dlouhodobé závazky</b>	911	786	703	467	157
<b>Krátkodobé závazky</b>	30 399	24 133	37 596	31 628	50 333
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	0	0	0	0	0
<b>Celkem</b>	<b>31 310</b>	<b>24 919</b>	<b>38 299</b>	<b>32 095</b>	<b>50 490</b>

### Vymezení hodnoty čistých operativních aktiv (NOA)

Celkový postup výpočtu hodnoty NOA je uveden v následující Tab. 17.

Tab. 17 Postup výpočtu NOA [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Původní výše aktiv</b>	100 427	105 604	107 551	103 024	166 919
<b>+ Aktivovaná hodnota leasingu</b>	0	191	691	13 978	10 357
<b>- Dlouhodobý finanční majetek</b>	5 329	31 607	14 789	17 423	19 683
<b>- Nedokončené investice</b>	0	2 943	0	0	23 964
<b>- Neúročený cizí kapitál</b>	31 310	24 919	38 299	32 095	50 490
<b>NOA</b>	<b>63 788</b>	<b>46 326</b>	<b>55 154</b>	<b>67 484</b>	<b>83 139</b>

Dlouhodobý nehmotný majetek jsem ponechala ve stejné výši. Do dlouhodobého hmotného majetku jsem aktivovala současnou hodnotu budoucích leasingových splátek a odečetla hodnotu nedokončeného dlouhodobého majetku. Dlouhodobý finanční majetek jsem vyčlenila v plné výši. Hodnotu zásob, pohledávek, krátkodobého finančního majetku a časo-



vého rozlišení aktiv jsem ponechala ve stejné částce. Pro získání hodnoty čistých operativních aktiv (NOA) jsem upravená aktiva snížila o hodnotu neúročených závazků.

Upravená rozvaha na straně majetkového krytí, jejíž údaje budou dále využity pro výpočet WACC, je zobrazena v Tab. 18.

Tab. 18 Vymezení C v jednotlivých letech [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>63 788</b>	<b>35 459</b>	<b>46 259</b>	<b>47 774</b>	<b>23 633</b>
Základní kapitál	65 460	65 460	65 460	65 460	65 460
Kapitálové fondy	2	2	2	2	2
Rezervní fondy,...	1 128	1 319	1 364	1 364	1 571
VH minulých let	-1 295	2 335	0	-5 778	-1 836
VH za účetní období	3 822	893	-5 778	4 149	2 083
Ekvivalenty VK	-5 329	-34 550	-14 789	-17 423	-43 647
<b>Cizí zdroje</b>	<b>0</b>	<b>10 867</b>	<b>8 895</b>	<b>19 710</b>	<b>59 506</b>
Bankovní úvěry	0	10 676	8 204	5 732	49 149
Leasing	0	191	691	13 978	10 357
<b>Kapitál celkem</b>	<b>63 788</b>	<b>46 326</b>	<b>55 154</b>	<b>67 484</b>	<b>83 139</b>

## 8.2 Vymezení NOPAT

Pro vymezení NOPAT vycházíme z **výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním**.

K němu přičtu **placené úroky**, čímž je vyloučím z finančních nákladů. Jedná se o úroky související s bankovními úvěry a leasingem. U úvěrů vycházím přímo z vykazovaných nákladových úroků. Předpokládám, že leasingové platby zahrnují i úroky. Jejich velikost určím vynásobením odhadnuté alternativní úrokové míry (použiji úrokovou míru podnikem přijatých bankovních úvěrů, která je ve výši 5 % p. a.) a vyšší leasingového závazku k začátku daného období, který je roven současné hodnotě budoucích leasingových splátek ke konci období předcházejícího. Tab. 19 znázorňuje hodnoty nákladových úroků na úvěry a leasing, které budou přičteny k výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním ve sledovaných letech.

Tab. 19 Vývoj nákladových úroků [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
<b>Nákladové úroky - úvěry</b>	264	560	511	1 861
<b>Nákladové úroky - leasing</b>	0	36	36	1 370

Z výnosů a nákladů podniku je potřeba vyloučit **mimořádné položky**, tedy takové, jež se nebudou v budoucnu opakovat ve stejné výši. V případě společnosti XY, a.s. se jedná o prodej dlouhodobého majetku. Určím vliv tohoto prodeje na náklady a výnosy a od výsledku hospodaření z běžné činnosti vyloučím výsledek hospodaření z prodeje toho majetku. Ten vypočtu jako rozdíl mezi tržbami za prodej dlouhodobého majetku a jeho zůstatkovou cenou. Výsledky hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku jsou zobrazeny v následující Tab. 20.

Tab. 20 Vývoj VH z prodeje dlouhodobého majetku [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
<b>VH - prodej dlouhodobého majetku</b>	116	1 071	2 394	387

Do výpočtu NOPAT musím započítat i **vliv změn vlastního kapitálu** projevených při vymezení NOA. Jedná se např. o vliv aktivace, tichých rezerv, vyloučení neoperativních aktiv, vyčlenění finančních výnosů z dlouhodobého finančního majetku, který jsme vyloučili z aktiv pro vymezení NOA. V případě podniku XY, a.s. nepřinášel vyloučený dlouhodobý finanční majetek žádné výnosy. V tomto bodě tedy žádná úprava provedena není.

Dále musím zjistit tzv. **upravenou daň**, tzn. daň, kterou by podnik teoreticky zaplatil z operativního zisku. Daň z jednotlivých let tedy upravím o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, které tvoří rozdíl mezi původním výsledkem hospodaření z běžné činnosti a výsledkem hospodaření z běžné činnosti po provedených úpravách. Následující Tab. 21 znázorňuje postup výpočtu NOPAT ve sledovaných letech u společnosti XY, a.s.

Tab. 21 Vymezení NOPAT v jednotlivých letech [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
<b>VH z běžné činnosti před zdaněním - původní</b>	768	-5 861	3 913	2 495
<b>Nákladové úroky - úvěry</b>	264	560	511	1 861
<b>Nákladové úroky - leasing</b>	0	36	36	1 370
<b>VH - prodej dlouhodobého majetku</b>	116	1 071	2 394	387
<b>VH z běžné činnosti před zdaněním - po úpravách</b>	916	-6 336	2 066	5 339
<b>Rozdíl (VH původní - VH po úpravách)</b>	148	-475	-1 847	2 844
<b>Původně placená daň</b>	-125	-83	-236	412
<b>Dodatečně vypočítaná daň</b>	38	-114	-443	597
<b>NOPAT</b>	<b>1 003</b>	<b>-6 139</b>	<b>2 746</b>	<b>4 330</b>

## 8.3 Výpočet WACC

### 8.3.1 Stanovení nákladů na cizí kapitál

- *Bankovní úvěr*

Všechny přijaté bankovní úvěry společnosti XY, a.s. poskytla banka GE Money Bank, úrok je u všech úvěrů shodný ve výši 5 % p. a. Je tedy známa konkrétní hodnota úrokové sazby, již dále využívám při výpočtu vážených průměrných nákladů na kapitál.

Pro ukázkou jsem určila hodnotu nákladů na cizí kapitál i jinými variantami výpočtu.

První alternativa vychází ze sazby PRIBOR a známé nominální úrokové míry úvěru. V Tab. 22 je zobrazen výpočet rizikové přírážky v jednotlivých letech, která je stanovena jako rozdíl mezi sazbou PRIBOR a úrokovou sazbou úvěru.

Tab. 22 Náklady na bankovní úvěr, 1. alternativa [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>PRIBOR</b>	2,13 %	2,65 %	3,42 %	4,20 %
<b>Riziková přírážka</b>	2,87 %	2,35 %	1,58 %	0,80 %
<b>Nominální úroková sazba z úvěru</b>	<b>5,00 %</b>	<b>5,00 %</b>	<b>5,00 %</b>	<b>5,00 %</b>

Další možností určení úroku je použití vztahu nákladových úroků a bankovního úvěru. Úrokovou sazbu jsem vypočetla prostřednictvím vztahu: nákladové úroky/bankovní úvěr na konci roku. Dále jsem využila výpočet podle vztahu: nákladové úroky/průměrný stav bankovních úvěrů, tedy nákladové úroky/[(bankovní úvěr na konci roku + bankovní úvěr na začátku roku)/2]. Následující Tab. 23 znázorňuje náklady na bankovní úvěr vypočtené podle vztahu nákladových úroků a výše bankovních úvěrů v analyzovaných letech.

Tab. 23 Náklady na bankovní úvěr, 2. alternativa [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>Stav BÚ na konci roku v tis. Kč</b>	9 488	9 402	11 379	49 149
<b>Průměrný stav BÚ v tis. Kč</b>	9 203,5	9 445	10 390,5	30 264
<b>Nákladové úroky v tis. Kč</b>	264	560	511	1 861
<b>Úroková sazba - stav BÚ na konci roku</b>	2,78 %	5,96 %	4,49 %	3,79 %
<b>Úroková sazba - prům. stav BÚ</b>	2,87 %	5,93 %	4,92 %	6,15 %

Jako další možnost výpočtu lze použít způsob založený na tržních datech. Pro tento výpočet jsem potřebné údaje čerpala ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu [23] a Damo-

darana [15]. Bezriziková úroková míra je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů. Vypočtené údaje jsou uvedeny v Tab. 24.

Tab. 24 Náklady na bankovní úvěr, 3. alternativa [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>Bezriziková úroková míra</b>	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %
<b>EBIT/NÚ</b>	3,909091	-9,46607	8,657534	2,340677
<b>Rating</b>	BB+	D	A+	B
<b>Riziková přírážka</b>	3,50 %	15,00 %	1,00 %	5,25 %
<b>Odhadnutá úroková sazba</b>	<b>7,03 %</b>	<b>18,77 %</b>	<b>5,28 %</b>	<b>9,80 %</b>

Pro výpočet nákladů na cizí kapitál musím vzít v úvahu vliv daňového štítu, proto nominální úrokovou sazbu úvěru upravím o daň z příjmů právnických osob. Náklady na bankovní úvěr jsou zobrazeny v následující Tab. 25.

Tab. 25 Náklady na bankovní úvěr [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>Daně z příjmů PO</b>	26 %	24 %	24 %	21 %
<b>Nominální úr. sazba z úvěru</b>	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
<b>Náklady na bankovní úvěr</b>	<b>3,70 %</b>	<b>3,80 %</b>	<b>3,80 %</b>	<b>3,95 %</b>

- *Leasing*

Společnost XY, a.s. má vysoký počet uzavřených leasingových smluv, proto jsem úrokovou sazbu leasingu určila prostřednictvím alternativního způsobu stanovení nákladů plynoucího z tržních dat, jež jsem uvedla jako 3. alternativu výpočtu nákladů na bankovní úvěr. Také v tomto případě musím upravit úrokovou sazbu o daňový štít. Výslednou výši nákladů na leasing znázorňuje Tab. 26.

Tab. 26 Náklady na leasing [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>Daně z příjmů PO</b>	26 %	24 %	24 %	21 %
<b>Odhadnutá úroková sazba leasingu</b>	7,03 %	18,77 %	5,28 %	9,80 %
<b>Náklady na leasing</b>	<b>5,20 %</b>	<b>14,27 %</b>	<b>4,01 %</b>	<b>7,74 %</b>

Následující Tab. 27 zobrazuje výpočet průměrných nákladů na cizí kapitál vycházející z výše bankovních úvěrů a leasingu a náklady na ně.

Tab. 27 Průměrné náklady na cizí kapitál [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>Bankovní úvěry (poč. roku)</b>	0	10 676	8 204	5 732
<b>Leasing (poč. roku)</b>	0	195	723	15 278
<b>Náklady na bankovní úvěry</b>	3,70 %	3,80 %	3,80 %	3,95 %
<b>Náklady na leasing</b>	5,20 %	14,27 %	4,01 %	7,74 %
<b>Průměrné náklady na cizí kapitál</b>	<b>0,00 %</b>	<b>3,99 %</b>	<b>3,82 %</b>	<b>6,71 %</b>

### 8.3.2 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

#### Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál jsem nejprve použila metodu CAPM. Při určování nákladů na vlastní kapitál prostřednictvím modelu CAPM se vychází z již uvedeného vzorce (3.10).

#### Bezriziková úroková míra

Bezriziková úroková míra je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů. Její hodnoty jsou již uvedeny v Tab. 24.

#### Koeficient $\beta$

Společnost XY, a.s. není obchodována na kapitálovém trhu, proto využiji model CAPM s náhradními odhady koeficientu  $\beta$ .

K náhradnímu odhadu  $\beta$  využiji metodu analogie, tedy  $\beta$  srovnatelných podniků, jež jsou veřejně obchodovány. Na webových stránkách Damodarana [15] jsem našla  $\beta$  nezadlužených podniků v odvětví Machinery ve výši 1,03.

Ve výpočtu je dále potřeba zohlednit i vliv kapitálové struktury na  $\beta$ , pro výpočet je možné využít vzorce:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left[ 1 + (1 - T) \times \frac{CZ}{VK} \right] \quad (8.1)$$

kde:

$\beta_Z$  ... koeficient  $\beta$  u zadluženého podniku,

$\beta_N$  ... koeficient  $\beta$  u nezadluženého podniku,

T ... sazba daně z příjmu,

CZ ... cizí zdroje,

VK ... vlastní kapitál.

### *Riziková prémie*

Rizikovou prémie je možno stanovit jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu celkem a bezrizikovou úrokovou mírou. Já využiji odhad rizikové prémie podle Damodarana. Hodnoty rizikových prémie jsem stanovila již v Tab. 24. Výslednou hodnotu nákladů na vlastní kapitál jsem spočetla podle vzorce (3.10).

*Tab. 28 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM [vlastní zpracování]*

	2005	2006	2007	2008
$r_f$	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %
$\beta$ - nezadlužená	0,9	0,9	0,9	0,9
$\beta$ - zadlužená	1,20	1,11	1,03	1,19
<b>Riziková prémie</b>	<b>5,70 %</b>	<b>5,96 %</b>	<b>5,84 %</b>	<b>7,10 %</b>
$r_e$	<b>10,38 %</b>	<b>10,38 %</b>	<b>10,30 %</b>	<b>13,02 %</b>

### **Průměrná rentabilita v odvětví**

Další metodou stanovení nákladů na vlastní kapitál je využití rentability vlastního kapitálu daného odvětví. Společnost XY, a.s. je zařazena do odvětví DJ – Výroba základních kovů, hutních a kovodělných výrobků. Toto odvětví je však rozsáhlé a analyzovaná společnost má širší obor své činnosti, proto výstupy této metody považuji spíše za doplňující. Průměrnou rentabilitu odvětví zobrazuje následující Tab. 29.

*Tab. 29 Náklady na VK odvozené od prům. rentability VK odvětví [vlastní zpracování]*

	2005	2006	2007	2008
<b>Průměrná rentabilita odvětví</b>	<b>14,70 %</b>	<b>16,10 %</b>	<b>18,62 %</b>	<b>10,10 %</b>

### **Dividendový model**

Protože společnost není obchodována na kapitálovém trhu a nevyplácí podíly na zisku, nelze použít dividendový model.

### **Stavebnicový model**

Další možností je použití stavebnicového modelu podle postupu zpracovaného manželky Neumaierovými. Spočívá v přiřítání rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Pro

výpočet jednotlivých rizikových přírážek jsem využila Benchmarkingový diagnostický systém zveřejněný na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu [22].

*Tab. 30 Náklady na vlastní kapitál – stavebnicová metoda [vlastní zpracování]*

	2005	2006	2007	2008
$r_f$	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %
$r_{LA}$	5,00 %	5,00 %	5,00 %	4,94 %
$r_{pod}$	2,14 %	10,00 %	2,58 %	2,60 %
$r_{FinStab}$	0,00 %	0,18 %	0,01 %	0,00 %
$r_{finstruk}$	1,25 %	1,63 %	0,26 %	6,07 %
<b><math>r_e</math></b>	<b>11,92 %</b>	<b>20,58 %</b>	<b>12,13 %</b>	<b>18,16 %</b>

### Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

Náklady na vlastní kapitál převyšují náklady cizího kapitálu, proto je možné odhadnout náklady na vlastní kapitál prostřednictvím přičtení rizikové přírážky k nákladům na cizí kapitál. Riziková přírážka se obvykle pohybuje ve výši 2 – 3 %, v případě společnosti XY, a.s. jsem zvolila přírážku 3 % k nákladům cizího kapitálu. Společnost platí z bankovních úvěrů úroky ve výši 5 %, celkové náklady vlastního kapitálu tedy po přičtení rizikové přírážky činí 8 %.

*Tab. 31 Náklady na vlastní kapitál – odvození od nákladů na CK [vlastní zpracování]*

	2005	2006	2007	2008
<b>Úroková sazba bank. úvěru</b>	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
<b>Přírážka</b>	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
<b><math>r_e</math></b>	<b>8,00 %</b>	<b>8,00 %</b>	<b>8,00 %</b>	<b>8,00 %</b>

### Celkové náklady na vlastní kapitál

Úrokové míry získané předchozími metodami výpočtu nákladů na vlastní kapitál jsem sumarizovala v následující Tab. 32. Pro další výpočty jsem použila vážený průměr sazeb jednotlivých metod, přičemž výstupu modelu CAPM jsem přiřadila váhu 2, ostatním metodám váhu 1.

Tab. 32 Určení nákladů na vlastní kapitál [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b>CAPM</b>	10,38 %	10,38 %	10,30 %	13,02 %
<b>rentabilita odvětví</b>	14,70 %	16,10 %	18,62 %	10,10 %
<b>stavebnicový model</b>	11,92 %	20,58 %	12,13 %	18,16 %
<b>odvození od <math>N_{CK}</math></b>	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %
<b>vážený průměr</b>	<b>11,08 %</b>	<b>13,09 %</b>	<b>11,87 %</b>	<b>12,46 %</b>

### 8.3.3 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)

Vážené průměrné náklady na kapitál jsou vypočteny jako vážený průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, přičemž za váhy slouží podíly daného kapitálu na celkovém kapitálu podniku. Při výpočtu využívám kapitálovou strukturu k začátku daného roku, protože také výši ekonomické přidané hodnoty počítám ze stavu k počátku období.

Tab. 33 Výpočet WACC [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
<b><math>N_{CK}</math></b>	0,00 %	3,99 %	3,82 %	6,71 %
<b><math>N_{VK}</math></b>	11,08 %	13,09 %	11,87 %	12,46 %
<b>CK/C (počátek roku)</b>	0,00 %	23,46 %	16,13 %	29,21 %
<b>VK/C (počátek roku)</b>	100,00 %	76,54 %	83,87 %	70,79 %
<b>WACC</b>	<b>11,08 %</b>	<b>10,95 %</b>	<b>10,57 %</b>	<b>10,78 %</b>

## 8.4 Výpočet EVA

V následující Tab. 34 je uveden výpočet ekonomické přidané hodnoty společnosti XY, a.s. podle ekonomického modelu. Tento model vychází ze vztahu:

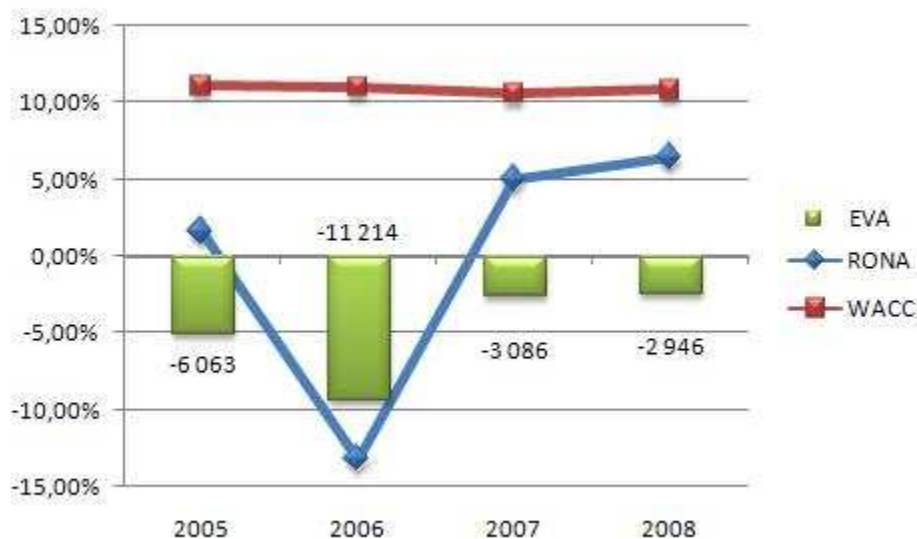
$$EVA = NOPAT - WACC \times NOA_0 \quad (8.2)$$

Tab. 34 Výpočet hodnoty EVA podle ekonomického modelu [vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
<b>NOPAT</b>	1 003	-6 139	2 746	4 330
<b>WACC</b>	11,08 %	10,95 %	10,57 %	10,78 %
<b>NOA (poč. období)</b>	63 788	46 326	55 154	67 484
<b>EVA</b>	<b>-6 063</b>	<b>-11 214</b>	<b>-3 086</b>	<b>-2 946</b>



Obr. 8 zobrazuje vývoj ukazatele EVA ve sledovaných letech.



Obr. 8 Vývoj EVA a veličin pro výpočet ekon. modelu EVA [vlastní zpracování]

Ukazatel EVA vykazuje ve všech sledovaných letech záporné hodnoty, což znamená, že společnost XY, a.s. svou činností snižovala hodnotu vložených prostředků svých vlastníků. Vzhledem k tomu, že společnost v r. 2006 vykázala ztrátu, má i hodnota EVA v tomto roce největší zápornou hodnotu. Přestože v ostatních letech vykázala společnost zisk a kladnou rentabilitu čistých operativních aktiv (RONA), i v těchto letech je hodnota ukazatele EVA záporná. Pozitivní je však růst RONA a sní související růst hodnoty EVA v letech 2007 a 2008. V r. 2007 došlo k vysokému nárůstu RONA, společnost XY, a.s. se ze ztráty v minulém roce dostala do zisku a došlo k výraznému růstu hodnoty EVA. V r. 2008 EVA pomalu vzrostla, avšak stále nedosáhla kladných hodnot.

## 8.5 Účetní model EVA

Z důvodu náročnosti úprav při převedení účetního modelu na model ekonomický se objevuje snaha o zjednodušení výpočtu ukazatele EVA. Zjednodušený účetní model využívá také Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Výsledky účetního modelu vycházejí přímo z účetních hodnot, které se dále neupravují. Pro výpočet jsem využila vztah:

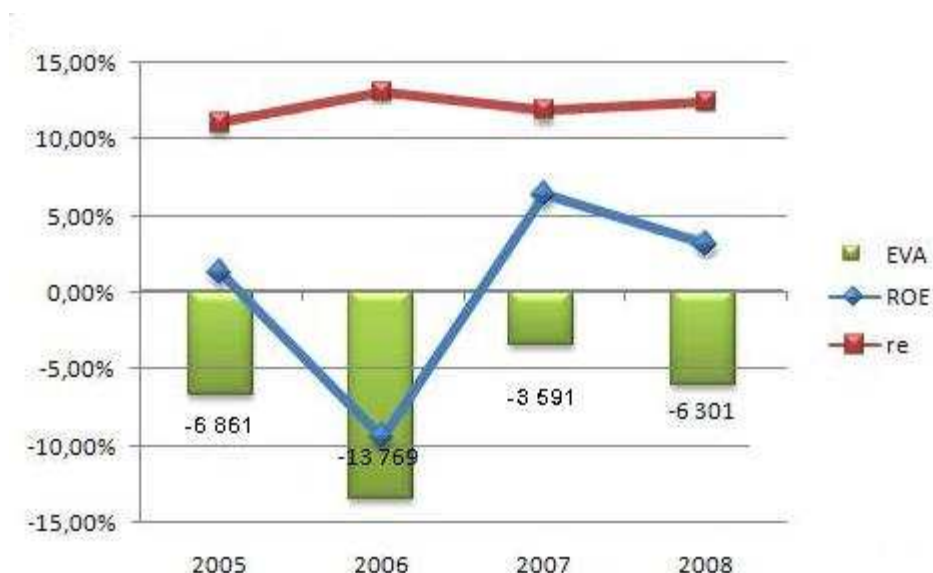
$$EVA = \check{C}Z - r_e \times VK \quad (8.3)$$

Tab. 35 Výpočet ukazatele EVA podle účetního modelu  
[vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008
$r_e$	11,08%	13,09%	11,87%	12,46%
Čistý zisk	893	-5 778	4 149	2 083
VK	70 009	61 048	65 197	67 280
<b>EVA</b>	<b>-6 861</b>	<b>-13 769</b>	<b>-3 591</b>	<b>-6 301</b>

Následující Obr. 9 zobrazuje výsledky výpočtu hodnoty EVA podle účetního modelu, přičemž vychází z modifikovaného vztahu s využitím výnosnosti vlastního kapitálu:

$$EVA = (ROE - r_e) \times VK \quad (8.4)$$



Obr. 9 Vývoj EVA a veličin pro výpočet účetního modelu [vlastní zpracování]

Na první pohled je patrné, že obě metody výpočtu ukazatele EVA (ekonomický i účetní model) vykazují ve sledovaném období u společnosti XY, a.s. záporné hodnoty EVA. V letech 2005 a 2007 jsou hodnoty ukazatele EVA podle účetního modelu téměř shodné s modelem ekonomickým. V letech 2006 a 2008 je záporná hodnota ukazatele EVA vypočítaná dle účetní metodiky MPO ještě výraznější než u upravených dat ekonomického modelu. R. 2008 také dochází ke snížení rentability vlastního kapitálu, což vede k poklesu hodnoty EVA. Avšak rentabilita čistých operativních aktiv podle upravených dat roste, a s ní i hodnota EVA.

## 8.6 Identifikace faktorů ovlivňujících EVA

V následující kapitole jsem prostřednictvím pyramidového rozkladu v letech 2007 a 2008 identifikovala faktory, které působí na hodnotu EVA. Ke stanovení citlivosti hodnoty EVA na změny těchto faktorů je využita citlivostní analýza. Závěrem jsem shrnula praktickou část zaměřenou na hodnotu EVA a navrhla jsem doporučení pro podnik.

### 8.6.1 Pyramidový rozklad

K identifikaci a vyčíslení generátorů hodnoty podniku využiji pyramidové rozklady, které spočívají v postupném rozkladu syntetického ukazatele na dílčí ukazatele prostřednictvím vzájemných vazeb mezi dílčími ukazateli. Z údajů společnosti XY, a.s. jsem provedla pyramidové rozklady za všechna analyzovaná období, kompletní rozklady jsou zobrazeny v příloze P V. U jednotlivých generátorů hodnoty je také vyjádřen jejich vliv na ukazatel EVA. Tento vliv tedy znázorňuje, jak změna daného ukazatele přispěla k tvorbě či ničení hodnoty.

Pro stanovení vlivů dílčích ukazatelů v rámci multiplikativní vazby mezi těmito ukazateli je možno využít čtyři základní metody, které jsem popsala v teoretické části této práce v kapitole 3.5. Nechtěla jsem, aby v průběhu výpočtů vznikaly zbytky, ani aby záleželo na pořadí jednotlivých dílčích vlivů. Nepoužila jsem tedy metodu rozkladu se zbytkem ani metodu postupných změn. V pyramidovém rozkladu společnosti XY, a.s. se vyskytují i negativní indexy, takže není možné aplikovat logaritmickou metodu. Z těchto důvodů jsem pro své propočty využila funkcionální metodu rozkladu. Pro rozdělování vah jednotlivým faktorům jsem použila metodu rovnoměrného dělení podle počtu ukazatelů. Použité vzorce pro výpočet jsou uvedeny v příloze P VI.

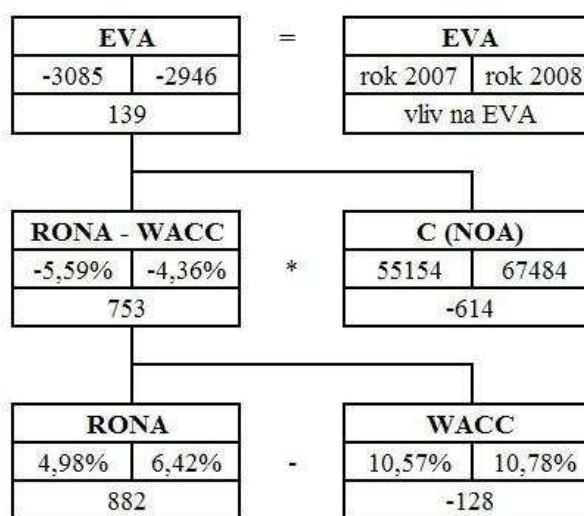
Podrobněji popíšu pyramidový rozklad v letech 2007 a 2008.

U vrcholového ukazatele EVA stanovujeme jeho roční změnu, jež je určena rozdílem mezi hodnotami v letech 2007 a 2008. Podnik XY, a. s. netvořil ve sledovaných letech hodnotu pro vlastníky. V r. 2007 byla hodnota tohoto ukazatele -3 085 tis. Kč, v následujícím roce došlo k mírně příznivému vývoji tohoto ukazatele, za r. 2008 dosahoval hodnoty -2 946 tis. Kč.

Základními generátory hodnoty jsou spread, který je dán rozdílem RONA a WACC, a velikost investovaného kapitálu. Spread ovlivňuje ukazatel EVA přímo, s růstem jeho hodnoty se tedy zvyšuje i EVA. V případě společnosti XY, a. s. došlo k jeho zvýšení přibližně o

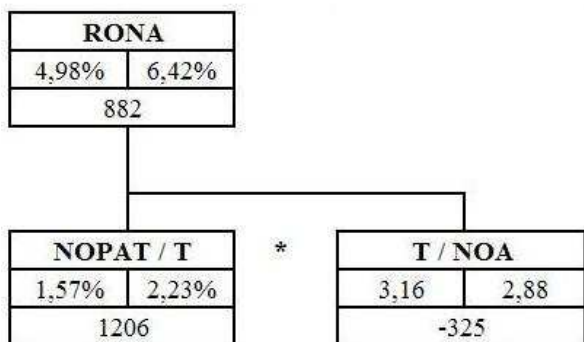
1,5 %, hodnotu EVA to tedy ovlivnilo kladně, a to o 753 tis. Kč. V našem případě je spread záporný, proto má růst investovaného kapitálu negativní vliv na tvorbu hodnoty, a tedy na ukazatel EVA.

Na výši spreadu má vliv rentabilita investovaného kapitálu a vážené průměrné náklady na investovaný kapitál. V r. 2008 došlo k nárůstu ukazatele RONA, což mělo příznivý vliv na tvorbu hodnoty. WACC také vzrostly, to má na tvorbu hodnoty vliv negativní. Pro tvorbu hodnoty podniku je tedy příznivá co nejvyšší hodnota RONA a naopak co nejnižší hodnota WACC.



Obr. 10 Rozklad EVA [vlastní zpracování]

Na RONA mají vliv především zisková marže a obrat investovaného kapitálu. Zisková marže (NOPAT/Tržby) v r. 2008 u společnosti XY, a.s. mírně vzrostla, což pozitivně ovlivnilo tvorbu hodnoty výší 1 206 tis. Kč. Obrat investovaného kapitálu (Tržby/NOA) vykázal pokles, na hodnotu ukazatele EVA to tedy mělo vliv negativní.



Obr. 11 Rozklad RONA [vlastní zpracování]

Pozitivní vliv na růst ziskové marže, a tedy i na tvorbu hodnoty, měl především klesající podíl osobních nákladů a odpisů na tržbách. Negativně ziskovou marži ovlivnil klesající podíl přidané hodnoty na tržbách.

<b>NOPAT / T</b>					
1,57%	2,23%				
1206					
<b>PH / T</b>			<b>Osobní Ná / T</b>	<b>Odpisy / T</b>	<b>Ost.Vý-ost.Ná / T</b>
35,85%	34,52%	-	29,69%	27,94%	-
-2478			3244	666	+
					-0,35%
					-0,47%
					-225

Obr. 12 Rozklad NOPAT/T [vlastní zpracování]

Obrat investovaného kapitálu je ovlivněn výší tržeb a velikostí investovaného kapitálu (čistých operačních aktiv). V r. 2008 došlo u společnosti XY, a. s. k růstu tržeb, a to tržeb za prodej zboží i tržeb za vlastní výroby a služby, což působilo na tvorbu hodnoty pozitivně. Došlo k nárůstu investovaného kapitálu, což ukazatel EVA ovlivnilo negativně.

<b>T / NOA</b>		
3,16	2,88	
-325		
<b>Tržby</b>		<b>C (NOA)</b>
174406	194576	55154
387		67484
		-614

Obr. 13 Rozklad T/NOA [vlastní zpracování]

Na výši čistých operačních aktiv (investovaného kapitálu) se podílí dlouhodobý majetek, čistý pracovní kapitál a časové rozlišení. Růst časového rozlišení působil na tvorbu hodnoty negativně.

<b>C (NOA)</b>				
55154	67484			
-614				
<b>ČPK</b>			<b>Dlouh. majetek</b>	<b>Časové rozlišení</b>
31789	30317	+	20855	33724
73			-641	-46

Obr. 14 Rozklad C [vlastní zpracování]

V oblasti čistých operativních aktiv nejvíce ovlivnila hodnotu podniku změna dlouhodobého majetku. Hodnota dlouhodobého majetku se výrazně zvýšila, což mělo na tvorbu podnikové hodnoty záporný vliv. V rámci dlouhodobého majetku došlo k výraznému nárůstu ve výši dlouhodobého hmotného majetku. Společnost XY, a.s. v r. 2008 investovala do nové výrobní linky, což mělo negativní vliv na tvorbu hodnoty. Mírný nárůst dlouhodobého nehmotného majetku měl na ukazatel EVA také negativní vliv. Dlouhodobý finanční majetek jsem pro účely výpočtu EVA vyřadila v plné výši.

<b>Dlouh. majetek</b>	
20855	33724
-641	

<b>DHM</b>		+	<b>DNM</b>		+	<b>DFM</b>	
19474	32276		1381	1448		0	0
-637			-3			0	

Obr. 15 Rozklad DM [vlastní zpracování]

R. 2008 došlo k mírnému poklesu čistého pracovního kapitálu, což pozitivně působilo na ukazatel EVA. Hodnota zásob a pohledávek klesla, což snížilo hodnotu čistého pracovního kapitálu, ale na tvorbu hodnoty podniku měl tento pokles vliv pozitivní. Došlo k nárůstu velikosti krátkodobého finančního majetku, což negativně ovlivnilo ukazatel EVA. Pokles krátkodobých neúročených zdrojů navýšil hodnotu čistého pracovního kapitálu, a vyvolal tedy záporný přírůstek EVA. Nejvyšší vliv na hodnotu podniku vykázala v rámci čistého pracovního kapitálu změna výše pohledávek, pohledávky klesly o více než 8 000 tis. Kč, což pozitivně ovlivnilo ukazatel EVA o 421 tis. Kč.

<b>ČPK</b>	
31789	30317
73	

<b>Zásoby</b>		+	<b>Pohledávky</b>		+	<b>Krátk. FM</b>		-	<b>Neúroč. zdroje</b>	
24871	23719		35613	27148		9604	11545		38299	32095
57			421			-97			-309	

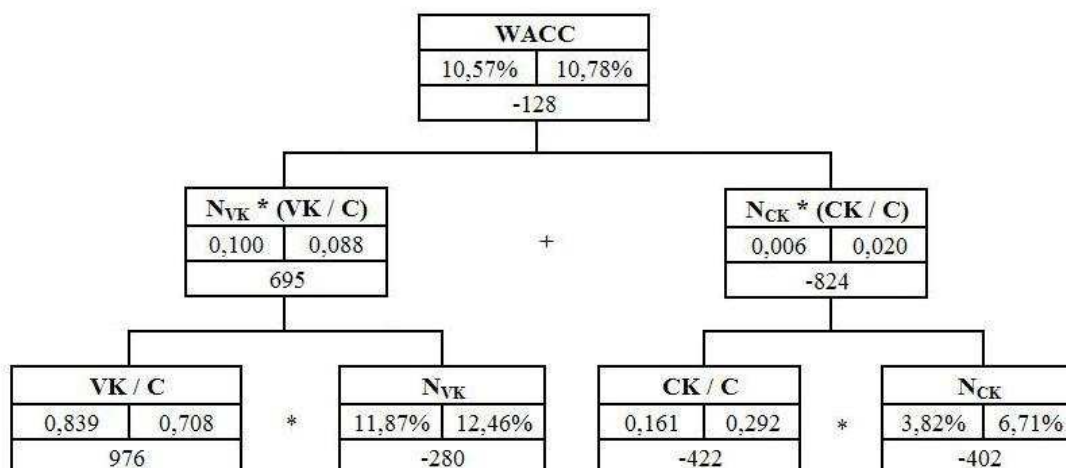
Obr. 16 Rozklad ČPK [vlastní zpracování]

Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) jsou ovlivněny náklady na vlastní kapitál ( $N_{VK}$ ), náklady na cizí kapitál ( $N_{CK}$ ) a podílem vlastního a cizího kapitálu na investovaném kapitálu. Pro určení nákladů na vlastní kapitál jsem využila vážený průměr jednotlivých

metod výpočtu, přičemž jsem metodě CAPM s náhradními odhady  $\beta$  přiřadila dvakrát vyšší váhu než ostatním.

Nárůst nákladů na vlastní kapitál působil na tvorbu hodnoty negativně. Záporný vliv růstu nákladů na vlastní kapitál však výrazně snížil pokles podílu vlastního kapitálu na investovaném kapitálu. Celkově tedy změna nákladů na vlastní kapitál a podílu vlastního kapitálu ovlivnila hodnotu podniku pozitivně.

Náklady na cizí kapitál jsou tvořeny náklady na úvěr a náklady na leasingové splátky. V r. 2008 došlo k významnému nárůstu nákladů na cizí kapitál (především vlivem zvýšení odhadnuté úrokové sazby leasingu vycházející z tržních hodnot), což snížilo ukazatel EVA. Negativní vliv růstu nákladů na cizí kapitál zvýraznil také zvýšený podíl cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, celkový vliv na hodnotu podniku byl tedy záporný.



Obr. 17 Rozklad WACC [vlastní zpracování]

### 8.6.2 Citlivostní analýza

Ke stanovení citlivosti hodnoty EVA na změny faktorů, které ji ovlivňují, využiji citlivostní analýzu. Prostřednictvím této analýzy je možno určit faktory, které jsou méně důležité, tj. citlivost kritéria (v mém případě ekonomické přidané hodnoty) na změny daných faktorů je nízká. V případě velké citlivosti, kdy stejné změny faktorů vedou v důsledku k vysokým změnám hodnoty EVA, hovoříme o významných faktorech ovlivňujících tuto hodnotu. [9]

Následující Tab. 36 obsahuje výsledky citlivostní analýzy, při níž jsem analyzovala generátory hodnoty, které jsem dříve identifikovala v pyramidovém rozkladu. Cílem analýzy bylo zjistit, k jaké změně hodnoty EVA v r. 2008 by došlo, kdyby se jednotlivé faktory



navýšily o 10 %. V tabulce jsou uvedeny původní hodnoty faktorů v r. 2008, nové hodnoty zvýšené o 10 %, původní výše EVA v r. 2008 a nová EVA při zahrnutí navýšeného faktoru. V posledním sloupci jsou uvedeny změny hodnoty EVA v r. 2008, které by způsobilo zvýšení jednotlivých faktorů o 10 %.

Tab. 36 Citlivostní analýza [vlastní zpracování]

Ukazatel	Původní hodnota ukazatele	Změna hodnoty o 10 %	Původní EVA	Nová EVA	Změna EVA
<b>PH / Tržby</b>	34,52%	37,97%	-2 946	3 773	6 719
<b>RONA</b>	6,42%	7,06%	-2 946	-2 511	435
<b>Tržby</b>	194 576	214 034	-2 946	-2 513	433
<b>Krátk. CZ</b>	32 095	35 305	-2 946	-2 729	217
<b>DNM</b>	1 448	1 593	-2 946	-2 955	-9
<b>Krátk. FM</b>	11 545	12 700	-2 946	-3 018	-72
<b>(Ost. V - ost. N) / T</b>	-0,47%	-0,51%	-2 946	-3 028	-82
<b>Náklady na CK</b>	6,71%	7,38%	-2 946	-3 078	-132
<b>Zásoby</b>	23 719	26 091	-2 946	-3 093	-147
<b>Pohledávky</b>	27 148	29 863	-2 946	-3 113	-167
<b>DHM</b>	32 276	35 504	-2 946	-3 143	-197
<b>Bezriziková sazba</b>	4,55%	5,01%	-2 946	-3 165	-219
<b>VK / Úplatné zdroje</b>	0,708	0,779	-2 946	-3 222	-276
<b>Investovaný kapitál</b>	67 484	74 232	-2 946	-3 240	-294
<b>Náklady na VK</b>	12,46%	13,71%	-2 946	-3 542	-596
<b>WACC</b>	10,78%	11,86%	-2 946	-3 674	-728
<b>Odpisy / Tržby</b>	3,89%	4,28%	-2 946	-3 706	-760
<b>Osobní N / Tržby</b>	27,94%	30,73%	-2 946	-8 384	-5 438

Z Tab. 36 je patrné, že hodnota ukazatele EVA je nejcitlivější na změnu **podílu přidané hodnoty na tržbách**, jehož zvýšení o 10 % by navýšilo ukazatel EVA o 6 719 tis. Kč. Velmi citlivým faktorem ovlivňujícím hodnotu EVA je **poměr osobních nákladů k tržbám**, jehož změna o 10 % by zapříčinila pokles ukazatele EVA o 5 438 tis. Kč. Významně na hodnotu EVA působí také **podíl odpisů na tržbách** a výše **vážených nákladů na kapitál**, z nichž mají vyšší vliv **náklady na vlastní kapitál**.

### 8.6.3 Shrnutí a doporučení pro podnik

Ukazatel EVA vykazuje ve všech sledovaných letech záporné hodnoty, což znamená, že společnost XY, a.s. svou činností snižovala hodnotu vložených prostředků svých vlastníků. Největší zápornou hodnotu měla EVA v r. 2006, kdy společnost vykázala ztrátu.



V ostatních analyzovaných letech byla společnost zisková, avšak přesto nevytvořila hodnotu pro vlastníky.

Hodnota ukazatele EVA je u společnosti XY, a.s. nejcitlivější na změnu podílu přidané hodnoty a osobních nákladů na tržbách. Významně na hodnotu EVA působí také poměr odpisů k tržbám a výše vážených nákladů na kapitál, z nichž mají vyšší vliv náklady na vlastní kapitál.

Tab. 37 obsahuje shrnutí vlivů změn jednotlivých ukazatelů na hodnotu vrcholového ukazatele EVA ve sledovaných letech.

*Tab. 37 Vliv změn ukazatelů na hodnotu EVA [vlastní zpracování]*

Ukazatel	2005 / 2006	2006 / 2007	2007 / 2008
<b>EVA</b>	-5151	8128	139
<b>Spread</b>	-8094	9444	753
<b>C (NOA)</b>	2943	-1315	-614
<b>RONA</b>	-8163	9249	882
<b>WACC</b>	69	195	-128
<b>Náklady na VK</b>	-977	497	-280
<b>VK/C</b>	1561	-464	976
<b>Náklady na CK</b>	-	17	-402
<b>CK/C</b>	-	145	-422
<b>DHM</b>	4738	-562	-637
<b>DNM</b>	-5	51	-3
<b>Zásoby</b>	-451	-924	57
<b>Pohledávky</b>	-195	-1769	421
<b>Krátk. FM</b>	-94	14	-97
<b>Krátk. CZ</b>	-1077	1994	-309
<b>Tržby</b>	-27	413	387
<b>NOPAT / Tržby</b>	-7349	9286	1206
<b>PH / Tržby</b>	-3084	-5604	-2478
<b>Osobní N / Tržby</b>	-3004	10363	3244
<b>Odpisy / Tržby</b>	147	261	666
<b>(Ost. V - ost. N) / T</b>	-1409	4266	-225

Z postupu výpočtu EVA a pyramidového rozkladu je pro zvýšení výkonnosti společnosti XY, a.s. možno doporučit zacílení se na efektivnost hospodaření, optimalizaci zadlužení a efektivní využití majetku.

K **efektivnímu hospodaření** vede optimální řízení nákladů, a to především nákladů v provozní oblasti. Nejvyšší podíl nákladů ve společnosti XY, a.s. tvoří výkonová spotřeba, je tedy nutno se na ni zaměřit. Ve sledovaných letech rostla výkonová spotřeba výrazně rychleji než výkony a při nárůstu výkonů o 22 % došlo u přidané hodnoty k růstu pouze o 12 %. Ve všech analyzovaných letech dochází ke snižování podílu přidané hodnoty na tržbách, což výrazně negativně ovlivňuje hodnotu podniku. Výkonovou spotřebu je možno snížit menší zmetkovostí při výrobě (která je v současné době příliš vysoká a přináší dodatečné náklady) nebo efektivnějším a výhodnějším nákupem a využitím výrobního materiálu. Vysoký podíl na nákladech představují také osobní náklady. Ty byly v analyzovaném období téměř neměnné a jejich snižující se podíl na výši tržeb v letech 2006 až 2008 pozitivně ovlivňoval hodnotu EVA. Je však potřeba zvýšit produktivitu práce.

**Optimalizací zadluženosti** je možno řídit riziko a výši nákladů na kapitál. Náklady na vlastní kapitál jsou výrazně vyšší než náklady na cizí kapitál. Ve sledovaných letech, kdy jsem pro výpočty hodnoty ukazatele EVA využila výši kapitálu na počátku jednotlivých období, využívala společnost XY, a.s. vysoký podíl vlastního kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. V r. 2008 došlo přijetím bankovního úvěru ke zvýšení podílu levnějšího cizího kapitálu, čímž společnost snížila celkové náklady na kapitál.

Pro **efektivní využití majetku** je vhodné odprodat nevyužívaný majetek. V r. 2008 společnost investovala do dlouhodobého hmotného majetku nákupem nové balicí linky, což vedlo k navýšení hodnoty investovaného kapitálu a v důsledku ke snížení ukazatele EVA. V souvislosti s touto investicí společnost očekává zefektivnění výroby a následné snížení výrobních nákladů. V rámci řízení výkonnosti podniku je nutné zaměřit se pouze na investice kladnou čisto současnou hodnotou jejich přínosů.

## 9 NÁVRH IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA DO ŘÍZENÍ PODNIKU

Na základě provedených analýz a vyhodnocení výkonnosti podniku XY, a.s. prostřednictvím klasických ukazatelů i ukazatele ekonomické přidané hodnoty včetně identifikace faktorů výkonnosti navrhuji implementaci nového konceptu měření a hodnocení výkonnosti podniku XY, a.s.

Vedení podniku má vážný zájem o seznámení se s moderními přístupy a metodami měření výkonnosti podniku. Vzhledem k výhodám ekonomické přidané hodnoty a podmínkám v dané firmě jsem se rozhodla navrhnout implementaci konceptu EVA. Podnik XY, a.s. nemá veřejně obchodovatelné akcie, proto není možno použít metody založené na tržní hodnotě, např. tržní přidanou hodnotu (MVA), celkové bohatství akcionářů (TSR) nebo Excess Return. Použitelná by byla např. rentabilita investic založená na finančních tocích (CFROI), její výpočet je však náročnější na úpravy. Metoda diskontovaných cash flow (DCF) se využívá spíše při hodnocení výhodnosti investic pomocí čisté současné hodnoty nebo vnitřního výnosového procenta. Koncept EVA podle mého názoru splňuje nejlépe požadavky na moderní ukazatel hodnocení výkonnosti.

Implementace konceptu EVA pomůže podniku řídit svou výkonnost a navyšovat hodnotu pro vlastníky, což vede ke zvýšení konkurenceschopnosti a zlepšení pozice na trhu. Implementace konceptu EVA musí být šitá přesně na míru danému podniku.

### 9.1 Zhodnocení současného stavu hodnocení výkonnosti

V současné době využívá podnik XY, a.s. k hodnocení a měření své výkonnosti klasické ukazatele. Tyto ukazatele však vykazují mnohé nevýhody, jsou určovány přímo z účetních dat a neberou v úvahu riziko a náklady obětované příležitosti. Nezaměřují se tedy na řízení a tvorbu hodnoty pro vlastníky. Podnik XY, a.s. pravidelně ke konci účetního období počítá ukazatele finanční analýzy.

### 9.2 Analýza připravenosti na změnu

Implementace konceptu ekonomické přidané hodnoty s sebou přináší změny do všech oblastí daného podniku. V těchto oblastech je nutno zhodnotit připravenost na změny související s implementací EVA. Mezi hlavní oblasti se řadí:

### **Vlastníci**

Podnik XY, a.s. je dceřinou společností A holding a.s. Majitelé přenechávají řízení podniku XY, a.s. na managementu. Změnám přicházejícím s implementací ekonomické přidané hodnoty jsou nakloněni.

### **Management**

Je zplnomocněn majiteli k řízení podniku a bude se plně účastnit procesu implementace konceptu EVA. Management podniku je na změny související s touto implementací připraven a plně ji podporuje. To významným způsobem tento proces zjednodušuje.

### **Ostatní zaměstnanci**

Ostatní pracovníci v podniku XY, a.s. se budou přímo účastnit implementačního procesu. V rámci něho budou zaškoleni, a následně pravidelně proškolení.

### **Hodnocení a odměňování zaměstnanců**

Vlivem zavedení konceptu EVA dojde k výrazné změně v oblasti hodnocení a odměňování pracovníků. V současné době jsou zaměstnanci odměňováni na základě odpracovaných hodin, dostávají také prémie za práci vyvedenou nad rámec svých pracovních povinností. Vedoucí pracovníci jsou odměněni i prémie souvisejícími s dosaženým ziskem podniku. V rámci procesu implementace konceptu EVA do podniku bude zaveden nový systém odměňování a hodnocení pracovníků, prémie budou vypláceny v souvislosti se zvýšením hodnoty podniku. Na tuto změnu budou muset být pracovníci připraveni a důkladně zaškoleni, bude potřeba je informovat o principu konceptu EVA a jeho vlivu na hodnotě pro vlastníky.

### **Úseky výroby a řízení jakosti**

Výrobní činnost je hlavní podnikatelskou činností podniku XY, a.s. a nejvíce ovlivňuje hodnotu EVA. Z toho důvodu bude oblast výroby a řízení jakosti v rámci procesu implementace konceptu EVA procházet změnami, především v organizaci. Vedoucí pracovníci budou např. odměňováni na základě hodnoty podniku. Úseky jsou na změny dobře připraveny, pracovníci projdou školením.

### **Rozdělování finančních prostředků**

V podniku XY, a.s. byly doposud přerozdělovány peněžní prostředky z dosaženého zisku do těch oblastí, kde by mohlo dojít k jejich co nejvyššímu zhodnocení. Avšak v posledních

letech (vzhledem k předchozím ztrátám) jsou zisky převáděny mimo povinného přidělu do rezervního fondu především na úhradu ztrát z předchozích let. V této oblasti nedojde po implementaci konceptu EVA k výraznější změně, volné finanční prostředky budou dodávány do oblastí, kde by mohly co nejvíce působit na růst shareholder value.

### 9.3 Implementace EVA

Při návrhu implementace konceptu EVA do řízení podniku XY, a.s. využijí poznatky uvedené v kapitole 3.4 Teoretické části. Zkombinují kroky, které pro implementaci doporučují Young a O'Byrne, se systémem 4 M, jenž navrhuje Stern Steward.

#### 9.3.1 Rozhodnutí na úrovni top managementu a ustanovení řídicí skupiny

EVA je více než systém hodnocení podniku, jedná se i o nástroj změny manažerského chování. Nutí řídicí pracovníky přemýšlet o své práci jiným způsobem. Hodnotové řízení a ekonomická přidaná hodnota jsou tedy výrazně propojeny se změnou chování a postojů vedoucích pracovníků, z toho důvodů musí jejich implementace začít na úrovni vrcholového managementu, jemuž také přísluší hlavní rozhodnutí. Pro úspěšnou implementaci konceptu EVA je potřeba, aby výkonný ředitel společnosti XY, a.s. a vedoucí jednotlivých podnikových útvarů porozuměli tomuto konceptu, jeho přínosům a vlivu na tvorbu shareholder value (hodnoty pro vlastníky).

Úvodním krokem implementace konceptu EVA do řízení společnosti je ustanovení řídicí skupiny zaměstnanců, jejímiž členy bude vedení podniku. V případě společnosti XY, a.s. bude řídicí skupina sestávat z výkonného ředitele, vedoucího ekonomického a personálního útvaru a vedoucími pracovníky závodů a případně externího člena, který má ze své praxe již určité zkušenosti s řízením podle EVA. Jednotliví členové řídicí skupiny si mezi sebou zvolí svého vedoucího. Hlavní kompetencí této skupiny bude rozhodování o implementaci konceptu EVA do podniku, především o plánu implementace, o úpravě účetních údajů k výpočtu hodnoty EVA a způsobech měření EVA, o zavedení odměňování pracovníků podle konceptu EVA (politika bonusové banky a vyplácení odměn) a o zajištění zvýšení ekonomického povědomí zaměstnanců o konceptu EVA formou školení. Členové řídicí skupiny musí být podrobně vyškoleni v oblasti řízení hodnoty a konceptu EVA, aby mohli o daných bodech efektivně rozhodovat.

### 9.3.2 Provedení strategických rozhodnutí

#### Measurement

Počáteční etapou implementace konceptu EVA tzv. Measurement. Tento krok zahrnuje vytvoření způsobů a postupů měření tvorby hodnoty. První otázkou, na kterou je potřeba v této etapě odpovědět, je způsob výpočtu hodnoty EVA. Pro výpočet je možno využít ekonomický nebo účetní model. V rámci této práce jsem vypočetla výši EVA prostřednictvím ekonomického i účetního modelu. Výstupy těchto metod se mírně lišily. Společnosti XY, a.s. doporučuji využívat ekonomický model, protože podává spolehlivější informace o skutečné výkonnosti podniku. Tento model je poměrně náročný na úpravy, které jsou prováděny. Avšak podnik může využít jen několik nejvýznamnějších úprav, které mají vliv na výslednou hodnotu EVA.

Řídící skupina musí předem určit seznam úprav, které budou následně využívány pro výpočet ekonomického modelu. Tyto úpravy by poté měly být neměnné, aby se zajistila srovnatelnost vykázaných výsledků. Při výpočtu doporučuji postupovat podle vztahu:  $EVA = NOPAT - WACC \times NOA$ . Společnost XY, a.s. by se tedy měla zaměřit na stanovení výše čistých operativních aktiv (NOA), čistého operativního zisku po zdanění (NOPAT) a vážených nákladů na kapitál (WACC).

Čistá operativní aktiva doporučuji počítat majetkovým způsobem, tedy ze strany aktiv. Při jejím stanovení je potřeba aktivovat položky, které nejsou v rozvaze obsaženy (např. finanční leasing), vyčlenit neoperativní aktiva (např. nedokončené investice, dlouhodobý finanční majetek portfoliového charakteru) a pasiva upravit o ta, která nenesou žádný náklad (např. rezervy a krátkodobé závazky). Při výpočtu čistého operativního zisku po zdanění je třeba upravit hospodářský výsledek z běžné činnosti o mimořádné položky, které se již nebudou opakovat (např. hospodářský výsledek z prodeje dlouhodobého majetku), placené úroky a upravené daně z rozdílu mezi původním výsledkem a upraveným výsledkem hospodaření.

Společnost XY, a.s. může účetní údaje modifikovat o úpravy, které jsem provedla v této práci v kapitole 8. Je možno použít i jiné úpravy, které výslednou hodnotu EVA více zpřesní, avšak její výpočet bude náročnější.

Řídící skupina společnosti XY, a.s. musí stanovit také metodu výpočtu vážených nákladů na kapitál. V rámci své práce jsem v kapitole 8.3 využila při výpočtu nákladů na vlastní kapitál několik základních metod, z nichž jsem výslednou hodnotu získala váženým prů-

měrem. Metoda CAPM s náhradními odhady koeficientu  $\beta$  odráží rizikovost daného oboru činnost i zadluženost podniku, proto je považována za nejpřesnější a v rámci mého výpočtu jsem jí určila váhu 2, zatímco ostatním metodám jsem ponechala váhu 1. Společnosti XY, a.s. doporučuji pro stanovení nákladů na vlastní kapitál používat pouze metodu CAPM s náhradními odhady  $\beta$ . Mohou také aplikovat můj způsob výpočtu, ale pro jejich využití je jednodušší pouze jedna metoda. Při určení nákladů na cizí kapitál doporučuji společnosti XY, a.s. postupovat podle postupu uvedeného v kapitole 8.3 této práce. Společnost eviduje přijaté bankovní úvěry, jejichž úrokovou sazbu zná, a finanční leasing, jehož náklady může stanovit metodou výpočtu s využitím tržních dat.

V současné době společnost vytváří průběžnou účetní bilanci čtyřikrát ročně, a to vždy koncem měsíce března, června, září a prosince. Doporučila bych v těchto termínech (tedy čtvrtletně) provádět průběžný výpočet hodnoty EVA, přičemž ke konci prosince, a tedy účetního období, stanovit hodnotu EVA za celý rok. Faktory, které ovlivňují ekonomickou přidanou hodnotu, doporučuji sledovat také čtvrtletně, současně s výpočtem hodnoty EVA, a to prostřednictvím pyramidového rozkladu. K sestavení pyramidového rozkladu a vyhodnocení vlivů jednotlivých ukazatelů může společnost využít soubor, který jsem vytvořila v programu MS Excel a poskytuji jej společnosti k dispozici. Cílem je, aby byla společnost informována o vývoji jednotlivých generátorů hodnoty a také o jeho příčinách, aby bylo možno tento vývoj pozitivně ovlivňovat.

Činnost společnosti XY, a.s. sestává ze dvou základních výrobních závodů, proto je vhodné provádět výpočty hodnoty EVA nejen pro danou společnost jako celek, ale také podle jednotlivých závodů. Tímto budou identifikovány závody, jejich činnost v jednotlivých obdobích přispívá k hodnotě pro vlastníky, nebo naopak hodnotu vlastníků snižují. Vážené náklady na kapitál doporučuji v rámci jednoduchosti výpočtů stanovovat pouze za společnost jako celek.

Pro úpravu účetního modelu na model ekonomický a výpočet hodnoty EVA je možné využít tabulkové procesory nebo softwarové programy specializující se na měření výkonnosti podniku. Podniku XY, a.s. doporučuji používat program EVALENT společnosti AŘ kontakt. Jedná se o programový systém pro stanovení tržního ocenění podniku, který je založený na výnosových metodách, a jehož součástí je také úprava účetních výkazů a výpočet hodnoty EVA.

## Management

Druhá implementační etapa Management zahrnuje vytvoření politiky, nástrojů a postupů, které budou podporovat rozhodovací procesy měření tvorby hodnoty ve firmě. Jedná se o nastavení dostatečně kvalitního systému řízení. Cílem tohoto kroku je zkvalitnit rozhodování napříč celým podnikem, Management úzce souvisí s ostatními etapami implementace.

Důležitým bodem je vybudování vhodné firemní kultury a politiky, jejímž záměrem je vytvoření hodnotově smýšlejícího managementu. Je potřeba, aby manažeři porozuměli pojmu hodnota a principu její tvorby, protože tak budou moci přijímat rozhodnutí, která přinášejí hodnotu. Management podniku bude zodpovědný za vytváření hodnoty, podle konceptu EVA bude odměňován, a to pouze v případě, že vytvoří hodnotu pro vlastníka. Tím dojde k propojení zájmů vlastníka a jednotlivých manažerů.

Etapa Management je kromě Mindset a Motivation propojena také s Measurement, protože zahrnuje i stanovení přesné metodologie výpočtu hodnoty EVA. Doporučený postup výpočtu ve společnosti XY, a.s. jsem popsala výše. Vedoucí pracovníci musejí mít velmi přesné znalosti o metodologii výpočtu hodnoty EVA. Je nutné, aby věděli, které faktory výši EVA ovlivňují. Především je potřeba, aby znali podrobně postup výpočtu vážených nákladů na kapitál a jejich faktory. Hodnotu nákladů na kapitál využijí při hodnocení nových investičních příležitostí ve společnosti. Pro investiční rozhodování navrhuji využívat metodu čisté současné hodnoty a přijímat pouze takové investice, jejichž čistá současná hodnota je kladná.

Hodnotu EVA doporučuji určovat čtyřikrát ročně, a to vždy koncem měsíce března, června, září a prosince. V těchto termínech navrhuji provádět průběžné výpočty, ke konci účetního období je nutno vypočítat hodnotu EVA za celé období. Čtvrtletní stanovení výše EVA navrhuji počítat za podnik jako celek a současně za jednotlivé výrobní závody, jak už jsem uvedla v části týkající se etapy Measurement. Stejně tak faktory, která hodnotu EVA ovlivňují, doporučuji vyhodnocovat čtvrtletně prostřednictvím pyramidového rozkladu EVA. Vážené náklady je vhodné stanovovat pouze za společnost jako celek a nerozpočítávat je na závody.

Separátní závodní výpočty týkající se vývoje hodnoty EVA i jednotlivých faktorů budou provádět účetní těchto závodů. Tyto zprávy o vývoji hodnoty EVA budou zasílány hlavní účetní, vedoucímu ekonomického a personálního úseku a výkonnému řediteli formou reportu, jenž bude obsahovat podrobný postup výpočtu EVA a pyramidový rozklad faktorů.



Součástí reportu bude také komentář. Celopodnikové čtvrtletní výpočty hodnoty EVA a analýzu faktorů, které ji ovlivňují, bude zpracovávat hlavní účetní společnosti s přispěním vedoucího ekonomického a personálního útvaru. Vypracované reporty týkající se těchto propočtů budou zasílány výkonnému řediteli. Roční kalkulace za celou společnost XY, a.s. budou v kompetenci vedoucího ekonomického a personálního úseku, o výsledcích bude formou reportu informován výkonný ředitel. Informace o vývoji hodnoty EVA i faktorů, které ji ovlivňují, budou k dispozici k nahlédnutí všem pracovníkům společnosti XY, a.s. prostřednictvím firemního intranetu.

### **Motivation**

Etapa tzv. Motivation zahrnuje vytvoření plánu motivace managementu podniku. Manažeři by měli být odměňováni v případě, že vytvoří hodnotu pro vlastníky, čímž se výrazně sladí cíle těchto dvou zájmových skupin. Cílem je podpora přijímání takových rozhodnutí manažery, která povedou k vytváření hodnoty pro vlastníky. Po seznámení se pracovníků s podstatou konceptu EVA je vhodné zavést ve společnosti XY, a.s. pobídkový systém založený na odměňování v závislosti na tvorbě EVA. Do systému odměňování pracovníků bude tedy zavedena variabilní část mzdy, jejíž výše bude závislá na tvorbě hodnoty pro vlastníka.

Při vytváření návrhu nového pobídkového systému ve společnosti XY, a.s. je potřeba brát v úvahu tyto předpoklady:

- snadný výpočet EVA bonusu,
- snížení říkání orientace na výkon v krátkém horizontu,
- výplata odměn podle současného systému odměňování,
- řadoví zaměstnanci mají nízký vliv na hodnotu EVA.

*Řadoví pracovníci* mají na hodnotu EVA velmi nízký a obtížně ovlivnitelný vliv, proto je doporučuji z odměňování podle konceptu EVA vynechat. U těchto zaměstnanců je vhodné ponechat současný systém odměňování. Mzda je složena s pevné a variabilní části, přičemž výše variabilní části je určena plněním dílčích podnikových cílů, u zaměstnanců jednotlivých závodů se jedná o cíle daného závodu.

*Management* společnosti je v současné době také odměňován pevnou a variabilní částí mzdy. Variabilní díl mzdy doporučuji nově rozdělit na dvě základní části:

1. individuální bonus spjatý s dosažením dílčích cílů,

2. bonus spjatý s vyprodukovanou hodnotou EVA za minulé období.

**Individuální bonus spojený s dosažením dílčích cílů** doporučuji vyplácet měsíčně ve výši 6 % základu mzdy. Tento bonus je vhodné rozčlenit následovně:

1. bonus stanovený podle výše plnění podnikových cílů (u vedoucích jednotlivých závodů podle plnění závodních cílů), a to ve výši 3 % ze mzdového základu,
2. bonus stanovený podle plnění individuálních cílů daného manažera, taktéž ve výši 3 % ze mzdového základu.

**Bonus spojený s vyprodukovanou hodnotou EVA** za minulé období doporučuji vyplácet čtvrtletně.

Ukazatel EVA je základem několika bonusových systémů:

- Původní EVA bonusový systém – verze X: Manažerům je vypláceno fixní procento z vytvořené hodnoty ukazatele EVA.
- EVA bonusový systém – verze XY: Tento přístup vychází z absolutních hodnot EVA, ale bere v úvahu i přírůstky EVA.
- Moderní verze bonusového systému EVA: V případě této verze je vydělaný bonus složen z cílového bonusu a fixního procenta z přírůstku EVA a očekávaného zlepšení EVA. Cílový bonus je získán až při dosažení očekávané změny hodnoty EVA. Měřítkem výkonnosti je tedy hodnota EVA dosažená navíc k očekávanému zlepšení EVA.

Společnosti XY, a.s. doporučuji pro stanovení bonusu závislého na hodnotě EVA využívat **EVA bonusový systém – verzi XY**. Tato verze je zacílena na přírůstky hodnoty EVA, protože ty mohou být významnější než dosažení absolutní hodnoty EVA. Společnost XY, a.s. doposud ve sledovaných letech nedosáhla kladnou hodnotu EVA, proto je pro ni vhodnější zaměřením se na přírůstky EVA. Cílem této verze je povzbuzovat manažery k dosažení kladné hodnoty EVA a současně kontinuálně zlepšovat výkonnost. EVA bonusový systém odměňování bude pozitivně působit na dlouhodobou motivaci manažerů. Oproti tradičním bonusovým systémům nejsou bonusy omezeny zdola ani shora. Pokud tedy získají vlastníci hodnotu navíc, mohou její část přenechat manažerům jako bonus. Z vytvořené hodnoty tak mají prospěch nejen vlastníci, ale i zaměstnanci.

V pozdějších letech, až bude podnik dosahovat kladnou hodnotu EVA, je možné přejít na moderní verzi bonusového systému EVA, která zahrnuje i cílový bonus a je pro manažery více motivující.

Výše bonusu verze XY bonusového systému EVA je dána následujícím vztahem:

$$\text{Bonus} = (x\% \times EVA) + (y\% \times \Delta EVA) \quad (9.1)$$

kde:

$$\Delta EVA = EVA_t - EVA_{t-1} \quad (9.2)$$

Výše bonusu tedy bude počítána jako součet pevného procenta z vytvořené hodnoty EVA v daném roce a pevného procenta z rozdílu hodnot ukazatele EVA současného a minulého roku. Procenta pro výpočet ve společnosti XY, a.s. jsem zvolila ve výši  $x = 3,5\%$  a  $y = 5\%$ . Výsledný vzorec, podle něhož se tedy bude kalkulovat EVA bonus ve společnosti XY, a.s., je následující:

$$\text{Bonus} = (3,5\% \times EVA) + (5\% \times \Delta EVA) \quad (9.3)$$

Vypočtená každoroční hodnota bonusu bude následně vkládána do tzv. **bonusové banky**. Bonus bude do bonusové banky vložen v kladné nebo záporné hodnotě a tato částka bude připočítána k počátečnímu stavu. Bonusy v rámci EVA bonusového programu nemají dolní ani horní limit, a pokud je bonus záporný, sníží zůstatek bonusové banky.

V případě celkového kladného zůstatku v bonusové bance by byla v následujícím roce vyplacena jeho třetina, ovšem pouze pokud bylo dosaženo kladné hodnoty EVA. Pokud bude celkový stav záporný, EVA bonusy vypláceny nebudou. Stejně tak nebudou vypláceny v případě, že hodnota EVA bude záporná. Zlepšení negativní hodnoty EVA tedy přinese vyplacení bonusu pouze za situace, kdy bude toto zlepšení přesahovat do kladných hodnot. Bonus tak bude manažerům vyplácen pouze tehdy, kdy bude dosaženo kladné hodnoty EVA a podnik vytvoří hodnotu pro vlastníka. Nevyplacený zůstatek bude uložený v bonusové bance a v následujících letech k němu bude přičítána hodnota EVA ke konci roku.

$$\text{Bonus k vyplacení} = \frac{1}{4} \times \frac{1}{3} \times \text{kladný zůstatek bonusové banky} \quad (9.4)$$

EVA bonusy doporučuji ve společnosti XY, a.s. vyplácet čtvrtletně, a to koncem čtvrtletí, ve výši čtvrtiny z částky přidělené k vyplacení v daném roce (tato částka bude počítána podle výsledků roku předchozího).

Příjemci EVA bonusů budou výkonný ředitel a manažeři jednotlivých útvarů. Pro tuto skupinu bude hodnota bonusu počítána v závislosti na hodnotě vytvořené EVA za celý podnik. Cílem je dosáhnout stavu, kdy budou mít manažeři snahu o vytvoření hodnoty pro vlastníky a budou tedy přijímat pouze taková rozhodnutí, která navýší hodnotu EVA, a tedy i hodnotu podniku pro vlastníky. Do bonusového programu navrhuji zařadit také vedoucí jednotlivých závodů. Jejich bonus je však vhodné vypočítávat podle hodnoty EVA vyprodukované těmito závody. Tuto hodnotu totiž doporučuji počítat zvlášť, jak jsem uvedla výše.

Nyní pro ilustraci provedu simulaci výpočtu hodnoty EVA bonusu v letech 2005 až 2008 ve společnosti XY, a.s. Výsledky jsou znázorněny v následující Tab. 38.

*Tab. 38 Kalkulace bonusového systému [vlastní zpracování]*

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
<b>Absolutní EVA</b>	-6 063	-11 214	-3 086	-2 946
<b>Rozdíl EVA</b>	x	-5 151	8 128	140
<b>3,5 % z EVA</b>	x	-392	-108	-103
<b>5 % z <math>\Delta</math> EVA</b>	x	-258	406	7
<b>Bonus</b>	<b>x</b>	<b>-650</b>	<b>298</b>	<b>-96</b>
<b>Bonusová banka</b>	x	-650	-352	-448
<b>Vyplacený bonus</b>	<b>x</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

V Tab. 38 jsou uvedeny hodnoty absolutní EVA v jednotlivých letech a rozdíly hodnot ukazatele EVA současného a minulého roku za celou společnost XY, a.s. Následně jsou vyjádřena procenta z těchto hodnot, jejichž součet představuje hodnotu bonusu vyprodukovanou v daném období. Tento bonus je připočítán do bonusové banky. Ve sledovaných letech společnost XY, a.s. nedosáhla ani v jednom období kladné hodnoty EVA, proto není vyplacen žádný bonus. Bonusová banka eviduje také záporné hodnoty. R. 2007 přinesl výrazný nárůst hodnoty EVA, avšak tato částka se stále pohybovala v záporných číslech. Díky této změně EVA ale došlo k vytvoření kladného bonusu daného roku a ke snížení záporné hodnoty v bonusové bance.

Pokud by však zůstatek bonusové banky byl kladný a současně by společnost dosáhla kladné hodnoty EVA, byl by manažerům vyplacen bonus ve výši třetiny zůstatku v bonusové bance. Tento bonus by byl vyplacen ve čtvrtletních splátkách v průběhu následujícího roku.

Simulace bonusového programu pro vedoucí jednotlivých závodů nelze provést, protože v současné době společnost XY, a.s. nevykazuje relevantní údaje využitelné k výpočtu hodnoty EVA separátně pro dané závody. Doporučuji však provádět výpočty EVA za jednotlivé závody. Následně bude možné ohodnotit vedoucí těchto závodů EVA bonusy kalkulovanými prostřednictvím těchto hodnot.

### 9.3.3 Školení a zvýšení ekonomického povědomí pracovníků (Mindset)

Významným krokem, který musí být proveden ještě před finálním zavedením konceptu EVA do řízení podniku, je zvýšení ekonomického povědomí pracovníků prostřednictvím vzdělávání a zlepšení komunikace v podniku. Je potřeba, aby se ve společnosti XY, a.s. vžilo myšlení v duchu tvorby hodnoty pro vlastníky. Školení klíčových zaměstnanců zacílené na koncepci EVA a podnikové finance vytvářejí základ pro lepší porozumění tvorby hodnoty podniku. Tyto aktivity zastřešuje krok Mindset. Je tedy nezbytné zpracovat program školení zaměstnanců, v rámci něhož Young a O'Byrne doporučují identifikovat subjekty, které budou školeni, a zodpovědět otázku, jakým způsobem bude školení realizováno.

Na úvod implementačního procesu bude nutné provést školení **řídící skupiny**, která bude odpovědná za implementaci konceptu EVA a bude provádět potřebná rozhodnutí týkající se zavedení konceptu EVA do řízení podniku. V případě společnosti XY, a.s. bude řídicí skupina sestávat z výkonného ředitele, vedoucího ekonomického a personálního útvaru a vedoucími pracovníky závodů. Tito lidé musejí být podrobně seznámeni s konceptem ekonomické přidané hodnoty, aby o jeho konkrétní podobě mohli zasvěceně rozhodovat. Školení řídicí skupiny bude probíhat v průběhu čistých sedmi pracovních dní.

Dále je vhodné separátně vyškolit **pracovníky ekonomického a personálního útvaru, kteří budou odpovědní za výpočty hodnoty EVA** za podnik i za jednotlivé závody a za kalkulace odměňování podle EVA bonusového systému. Tato skupina zahrnuje hlavní účetní společnosti, účetní jednotlivých závodů a vedoucího ekonomického a personálního útvaru. Školicí aktivity budou zahrnovat veškeré informace o tvorbě ekonomické přidané hodnoty, podrobném postupu při výpočtu její hodnoty včetně metod stanovování nákladů na kapitál a identifikace generátorů hodnoty prostřednictvím pyramidových rozkladů EVA. Školení těchto zaměstnanců bude probíhat formou přednášek kombinovaných s případovými studii a konkrétními propočty. Délku tohoto školení doporučuji stanovit na pět dnů.

**Manažeři** společnosti, kteří nejsou součástí řídicí skupiny, musejí být s konceptem EVA také podrobně seznámeni, aby mohli přijímat rozhodnutí, která podpoří tvorbu hodnoty pro vlastníky. Je proto nutné, aby pochopili, co přináší tvorbu hodnoty a jak mohou přispět k tvorbě hodnoty svou činností. Toto školení je tedy určeno vedoucímu obchodního útvaru, výrobního útvaru, technického útvaru a útvaru jakosti. Školící aktivity budou zaměřeny na praktické využití konceptu EVA v konkrétních případech. Zvláštní část školení bude zaměřena na nový systém odměňování manažerů podle konceptu EVA. Manažeři budou v oblasti konceptu EVA školeni po dobu čistého času dvou pracovních dnů.

Důležité je, aby princip ekonomické přidané hodnoty pochopili **všichni zaměstnanci** společnosti XY, a.s. Proto musejí být všichni, včetně výrobních dělníků, informováni o změně v měření výkonnosti podniku. Zaměstnancům je potřeba přiblížit podstatu konceptu EVA a důvody, které vedly vrcholové vedení společnosti k zavedení tohoto konceptu. Tohoto krátkého seznámení se s novým principem měření podnikové výkonnosti se budou účastnit všichni zaměstnanci, přičemž v jedné školící skupině bude 20 zaměstnanců a délka školení bude stanovena na půl dne. Celková doba tohoto školení tedy dosáhne pěti dnů.

Další školení bude určeno pro **zbývající pracovníky ekonomického úseku, mistry výroby, kontrolory**, a další pracovníky, kteří po základním seznámení se s konceptem EVA projeví zájem o podrobnější informace. Školení bude trvat jeden den.

Doporučuji, aby společnost XY, a.s. pro školení svých pracovníků najala externí školící agenturu, která bude schopna připravit program vzdělávání a tréninků podle konkrétních potřeb společnosti. Některé agentury nabízejí také spolupráci s provedením implementace konceptu EVA do řízení společnosti.

I po implementaci je potřeba neustále zvyšovat ekonomické povědomí zaměstnanců a provádět školení, která povedou ke zlepšení komunikace a vzájemných vztahů pracovníků v podniku.

#### **9.3.4 Plán implementace**

Dalším bodem při implementaci konceptu EVA do řízení podniku XY, a.s. je sestavení implementačního plánu, stanovení jednotlivých kroků implementace a osob, které ponесou za tyto kroky odpovědnost. Implementace konceptu EVA může být realizována externí poradenskou nebo vzdělávací firmou, která má s těmito aktivitami zkušenosti. Vzhledem k výši nákladů však společnosti XY, a.s. doporučuji uskutečnit implementaci bez využití

externí firmy. Společnost může pro proces implementace využít tuto práci. Do řídicí skupiny, která bude odpovědná za proces implementace, navrhuji zahrnout jako jednoho z členů také osobu, která má s ekonomickou přidanou hodnotou relevantní praktické zkušenosti, ať už z firemní, nebo z univerzitní praxe. Společnost totiž nezaměstnává pracovníka, který by byl s konceptem EVA dostatečně obeznámen. Jak už jsem uvedla v předchozím kroku, doporučuji, aby školení zaměstnanců prováděla externí školicí agentura. Je tedy možné tuto firmu požádat také o případnou spolupráci při celkové implementaci konceptu EVA, případně o propůjčení osoby, která by mohla být členem řídicí skupiny.

### Časový harmonogram implementace

Implementace konceptu EVA je složitým procesem, při němž je velmi důležitá firemní komunikace a motivace jednotlivých účastníků. Proto je poměrně obtížné stanovit přesný časový harmonogram jednotlivých dílčích etap. Z jednotlivých kroků je nejvýznamnější vyškolení řídicí skupiny, jejímž úkolem bude přijímat rozhodnutí týkající se implementace konceptu EVA. Ekonomickou přidanou hodnotu totiž bude možné zavést do řízení společnosti XY, a.s. až po jejím plném pochopení řídicí skupinou.

V následující Tab. 39 uvádím předpokládaný časový harmonogram prováděné implementace konceptu EVA.

Tab. 39 Proces implementace konceptu EVA [vlastní zpracování]

Aktivita	Měsíc implementace						
	1	2	3	4	5	6	7
Seznámení managementu s konceptem EVA	■						
Rozhodnutí o implementaci EVA	■						
Sestavení řídicí skupiny a volba vedoucího	■						
Vyškolení řídicí skupiny		■					
Measurement			■				
Management			■	■			
Motivation				■			
Seznámení zaměstnanců s konceptem EVA					■		
Školení jednotlivých skupin zaměstnanců					■	■	
Kontrola provedených aktivit							■
Zavedení konceptu EVA							■

Před zavedením konceptu EVA do řízení společnosti bude nutné provést kontrolu uskutečněných aktivit. Bude potřeba zkontrolovat, zda byla provedena všechna nutná rozhodnutí,

zda prošli všichni pracovníci potřebným zaškolením podle svého zařazení a zda jsou všechna rozhodnutí ve shodě se strategií společnosti. Až po provedení této kontroly, za níž bude odpovědný výkonný ředitel, bude možno zahájit řízení podniku prostřednictvím konceptu EVA.

Doba implementačního procesu je odhadována na 7 měsíců. Reální termín ukončení implementace a zavedení konceptu EVA do řízení společnosti XY, a.s. navrhuji stanovit na počátek března 2011. V tomto případě bude potřeba zahájit proces implementace nejpozději v srpnu 2010. První propočty, týkající se období ledna až března, budou realizovány ke konci března daného roku. Již v úvodním roce využívání ekonomické přidané hodnoty tedy budou prováděny celkem čtyři čtvrtletní výpočty jednotlivých závodů i společnosti jako celku, závěrem roku pak výpočty shrnující celé účetní období.

V příloze P VII uvádím výsledky síťové analýzy provedené metodou CPM v programu WinQSB, která dobu trvání implementačního procesu stanovila na 54 dní, tedy necelé dva měsíce. Vzhledem k tomu, že řídicí skupina i ostatní manažeři budou kromě aktivit spojených s implementací provádět i jiné provozní činnosti podle situace v podniku, považuji odhadovanou dobu procesu 7 měsíců za reálnou.

### Stanovení odpovědnosti

Následující Tab. 40 zobrazuje osoby, které budou odpovídat za jednotlivé etapy v rámci procesu implementace. Nejvyšší zodpovědnost za celý implementační proces ve společnosti XY, a.s. bude na výkonném řediteli.

Tab. 40 Stanovení odpovědnosti [vlastní zpracování]

Aktivita	Odpovědnost
<b>Rozhodnutí o implementaci EVA</b>	Výkonný ředitel
<b>Sestavení řídicí skupiny a volba vedoucího</b>	Vrcholový management
<b>Vyškolení řídicí skupiny</b>	Vedoucí řídicí skupiny
<b>Measurement</b>	Řídicí skupina
<b>Management</b>	Řídicí skupina
<b>Motivation</b>	Řídicí skupina
<b>Mindset - Základní seznámení zaměstnanců s konceptem EVA</b>	Vedoucí řídicí skupiny + vedoucí závodů
<b>Mindset - Školení jednotlivých skupin zaměstnanců</b>	Vedoucí řídicí skupiny + vedoucí závodů
<b>Kontrola provedených aktivit</b>	Výkonný ředitel
<b>Zavedení konceptu EVA</b>	Vedoucí ekonom. a person. úseku



## 9.4 Zhodnocení projektu

V rámci zhodnocení projektu implementace vymezím výši nákladů, jež budou se zavedením konceptu EVA souviset, následně stanovím přínosy, které podniku poplynou, a na závěr představím rizika, jež budou s implementací spojena.

### 9.4.1 Náklady

Projekt implementace konceptu EVA do řízení společnosti XY, a.s. je postaven především na porozumění tohoto konceptu jednotlivými pracovníky společnosti. Náklady spojené s implementací budou tedy souviset především se zaškolením pracovníků. Implementace nebude vyžadovat žádnou majetkovou investici.

Pro stanovení výše nákladů je potřeba určit celkový časový rámec v hodinách, který bude nutno vynaložit na jednotlivé etapy procesu implementace. Výši časového rámce stanovuje následující Tab. 41. Časový rámec fáze Mindset – školení jednotlivých skupin zaměstnanců je podrobněji rozepsán v Tab. 42.

Tab. 41 Časový rámec aktivit implementace [vlastní zpracování]

Aktivita	Časový rámec (hod.)
Seznámení managementu s konceptem EVA	8
Rozhodnutí o implementaci EVA	4
Sestavení řídicí skupiny a volba vedoucího	6
Vyškolení řídicí skupiny	56
Measurement	70
Management	60
Motivation	60
Mindset - základní seznámení zaměstnanců s konceptem EVA	3
Mindset - školení jednotlivých skupin zaměstnanců	104
Kontrola provedených aktivit	8
<b>Celkem</b>	<b>379</b>

Tab. 42 Časový rámec školení [vlastní zpracování]

Aktivita	Počet dní	Počet hodin
Školení pracovníků ekonomického a personálního útvaru odpovědných za výpočty EVA	5	40
Školení manažerů	2	16
Školení všech zaměstnanců	5	40
Školení ostatních pracovníků ekon. a person. útvaru a jiných pracovníků	1	8
<b>Celkem</b>	<b>13</b>	<b>104</b>

### Náklady na školení

Ke školení řídicí skupiny i ostatních zaměstnanců doporučuji využít služeb externí školicí agentury, která bude moci poskytnout společnosti XY, a.s. školitele. Tento školitel podrobně seznámí management podniku s konceptem EVA, realizuje zaškolení řídicí skupiny, zajistí základní seznámení všech zaměstnanců s konceptem a provede zaškolení jednotlivých skupin zaměstnanců. Tyto fáze zahrnují podle časového plánu celkem 171 hodin, které musejí být externímu školiteli proplaceny. Celkové náklady na odměnu školitele činí přibližně **140 tis. Kč**, přičemž předpokládám hodinovou odměnu ve výši 800 Kč. Tato částka zahrnuje mzdu školitele, jeho stravné a materiál spotřebovaný při školení.

### Náklady na software

Pro úpravu účetního modelu na model ekonomický, pro výpočet hodnoty EVA a sledování generátorů hodnoty může společnost XY, a.s. využít tabulkové procesory, v nichž je možno vytvořit vlastní sestavy. V programu MS Excel jsem vytvořila postup pro sledování generátorů hodnoty prostřednictvím pyramidového rozkladu, tento soubor dávám společnosti k dispozici pro vlastní využití. Pokud by vedení podniku preferovalo nový software, doporučuji využívat program EVALENT společnosti AŘ kontakt, jehož součástí je mimo jiné také úprava účetních výkazů a výpočet hodnoty EVA. Náklady spojené s pořízením tohoto programu včetně instalace a zaškolení odhaduji na částku **50 tis. Kč**.

### Náklady na externího člena řídicí skupiny

Doporučuji, aby řídicí skupina sestávala mimo jiné také z externího člena, který má ze své praxe již určité zkušenosti s řízením podle EVA. Touto osobou může být zaměstnanec školicí a poradenské firmy. V rámci činnosti školicí skupiny se bude účastnit implementačních procesů v podniku, především etap Measurement, Management a Motivation, a ostatní členové skupiny s ním tak budou moci konzultovat jednotlivé body. Procesu implementace bude věnovat přibližně 190 hod. času. Náklady na tohoto externího člena jsou odhadovány ve výši **150 tis. Kč**.

### Oportunitní náklady

Koncept EVA už ze své podstaty bere v úvahu oportunitní náklady, tedy náklady obětované příležitosti. Proto v rámci kalkulace nákladů na implementaci stanovím i vyšší oportunitních nákladů. Společnost je sice reálně neplatí, ale přesto je nutno zahrnout je do celkové výše. Zaměstnanci totiž v době účasti na školení nebudou moci provádět svou práci. Čin-

nost řídicí skupiny a managementu ponechám jako vykonávání náplně jejich práce, proto za tuto oblast nebudu stanovovat oportunitní náklady. Při kalkulaci oportunitních nákladů tedy budu vycházet z počtu hodin zaměstnanců na školení a celkového počtu zaměstnanců. Společnost XY, a.s. zaměstnává s výjimkou managementu cca 180 zaměstnanců a doba školení jednoho pracovníka je stanovena v průměru na 7 hodin. Průměrná hodinová hrubá mzda pracovníků je 95 Kč. Celkové oportunitní náklady školení tedy činí 120 tis. Kč.

Náklady obětované příležitosti je vhodné určit také z nákladů na implementaci a z úrokové míry termínovaného vkladu u bankovního subjektu, protože společnost XY, a.s. může tyto peněžní prostředky kromě investice do implementace nového konceptu řízení uložit v bance a získat úroky. Úroková sazba je v bance, kterou podnik využívá, při dané částce ve výši 1,35 % p. a. Oportunitní náklady termínovaného vkladu jsou tedy v hodnotě 5 tis. Kč.

Celkové náklady obětované příležitosti jsou kalkulovány ve výši **125 tis. Kč**.

### **Celkové náklady**

Celkové náklady na implementaci konceptu EVA do řízení podniku XY, a.s. jsou tedy 465 tis. Kč. Jejich rozpis je uveden v Tab. 43. Implementace konceptu EVA bude financována z vlastních zdrojů společnosti.

*Tab. 43 Celkové náklady na implementaci konceptu EVA  
[vlastní zpracování]*

Položka	Výše nákladů (v tis. Kč)
Náklady na školení	140
Náklady na software	50
Náklady na externího člena řídicí skupiny	150
Oportunitní náklady	125
<b>Náklady celkem</b>	<b>465</b>

### **9.4.2 Přínosy**

Ve sledovaném období společnost XY, a.s. dosahuje v některých letech kladného výsledku hospodaření, ale v žádném roce nedosahuje kladné hodnoty EVA. Přestože tedy dosáhne zisku, nevytváří hodnotu pro vlastníky. Úspěšná implementace konceptu EVA do řízení podniku povede k vytváření této hodnoty, což bude pro podnik přínosem. Společnost získá přehled o faktorech, které hodnotu ovlivňují. Bude vědět, které z těchto generátorů hodno-

ty mají pozitivní či negativní vliv na výši EVA, a tedy na hodnotu pro vlastníky. Díky tomu bude společnost schopna přijímat taková rozhodnutí, která v důsledku povedou k vytváření hodnoty, čímž se navýší podniková výkonnost. Implementace konceptu EVA ovlivní nejen hodnotu podniku, ale také jeho politiku, komunikaci a chování jednotlivých pracovníků. Prostřednictvím školení zaměstnanců dojde k navýšení jejich ekonomického povědomí, i po zavedení konceptu EVA budou probíhat další školicí aktivity. Manažeri podniku budou odměňováni podle hodnoty pro vlastníky, čímž se propojí cíle těchto dvou skupin stakeholderů. Nový systém odměňování přináší manažerům vlastnický pohled na podnik. Manažeri získají část vytvořené hodnoty EVA, čímž jsou motivováni k pozitivnímu ovlivňování generátorů hodnoty.

Společnost XY, a.s. v současné době nedokáže přesně vyčíslit celkové přínosy, které přinese implementace konceptu EVA do jejího řízení, protože neví, jakým způsobem se bude dále vyvíjet situace na trhu. Je však přesvědčena, že přínosy související s tímto konceptem v dlouhodobém horizontu převýší investici do implementace.

### 9.4.3 Rizika

Projekt implementace konceptu EVA provázají rizika, je tedy potřeba tato rizika definovat a zavést opatření k minimalizaci jejich následků.

**Riziko finanční** spočívá v nedostatku finančních zdrojů potřebných na implementační projekt. Pokud by došlo k předčasnému vyčerpání financí a společnost by nebyla schopna získat nutné prostředky pro dokončení implementace, projekt by nemohl být plně realizován. Bude tedy třeba naplánovat rozpočet projektu implementace i se stanovením odchylek a vytvořit si rezervy na případné dodatečné náklady. Finanční riziko je spojeno také s možným nárůstem cen vstupů, např. školení. Pro minimalizaci rizika je nutné uzavřít se školicí agenturou předběžnou smlouvu, aby nedošlo k navýšení nákladů na implementaci. Celkové náklady na implementační projekt jsou odhadovány na výši přibližně 465 tis. Kč. Společnost XY, a.s. disponuje dostatečnými volnými finančními prostředky, proto finanční riziko není významné.

Podstatnější riziko při implementaci je spojeno s lidským faktorem. **Riziko personální** spočívá v nezkušenosti zaměstnanců s konceptem EVA, v jejich nízké motivaci, nedůvěře, příp. neochotě k probíhajícím změnám v podniku. Zaměstnance bude potřeba řádně vyškolenit, seznámit je s konceptem EVA a principy tvorby hodnoty a průběžně je informovat o průběhu projektu.

Další riziko spojené s implementací spočívá v zavedení konceptu EVA, které nepovede k růstu shareholder value. **Neúspěšná implementace** může být způsobena problémy v personální oblasti, např. nedostatečnou motivací a neochotou a nízkou motivací zaměstnanců podílejících se na tvorbě hodnoty. Další příčinou může být nesprávná identifikace generátorů hodnoty, což by v důsledku vedlo k přijímání rozhodnutí, které nebudou navyšovat hodnotu.

## ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo vyhodnotit výkonnost společnosti XY, a.s. prostřednictvím moderního ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA) a navrhnout projekt implementace konceptu EVA do řízení výkonnosti této společnosti.

Společnost XY, a.s. v současné době využívá pro hodnocení své výkonnosti tradiční ukazatele finanční analýzy, které však mají své nevýhody. Na jejich nedostatky se snaží reagovat moderní ukazatele výkonnosti, mezi něž řadíme i koncept EVA. Ekonomická přidaná hodnota na rozdíl od klasických ukazatelů respektuje náklady na investovaný kapitál a počítá pouze s majetkem využívaným v hlavní podnikové činnosti. Je využitelná nejen pro hodnocení výkonnosti podniku, ale také pro investiční rozhodování, oceňování podniku a odměňování pracovníků. EVA měří, jak podnik za dané období přispěl svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

Teoretická část diplomové práce byla zaměřena na problematiku podnikové výkonnosti. Definovala jsem hodnotové řízení podniku a představila jsem klasická i moderní měřítka sloužící k vyhodnocení výkonnosti podniku. Podrobněji jsem se věnovala ekonomické přidané hodnotě. Popsala jsem metodologii výpočtu hodnoty EVA ekonomickým i účetním modelem, prezentovala jsem možnosti jejího využití, postup využitelný pro její implementaci do řízení podniku a pyramidové rozklady sloužící k identifikaci faktorů ovlivňujících hodnotu podniku.

Na úvod praktické části jsem představila společnost XY, a.s. a zhodnotila jsem její hospodaření využitím ukazatelů finanční analýzy. Poté jsem provedla úpravu účetních údajů na ekonomický model a vypočetla jsem hodnotu EVA v letech 2005 až 2008. Ukazatel EVA vykazuje ve všech sledovaných letech záporné hodnoty, což znamená, že společnost XY, a.s. svou činností snižovala hodnotu vložených prostředků svých vlastníků. Taktéž EVA, kterou jsem vypočetla pomocí účetních údajů, je záporná. Prostřednictvím pyramidových rozkladů jsem identifikovala generátory hodnoty a vlivy, které měly tyto faktory na hodnotu EVA ve sledovaných letech. Pomocí citlivostní analýzy jsem zjistila, že hodnota ukazatele EVA je u společnosti XY, a.s. nejcitlivější na změnu podílu přidané hodnoty a osobních nákladů na tržbách. Podniku jsem doporučila zacílení se na efektivnost hospodaření, optimalizaci zadlužení a efektivní využití majetku.

Na závěr diplomové práce jsem navrhla projekt implementace konceptu EVA do řízení společnosti XY, a.s., při němž jsem zkombinovala kroky, které pro implementaci doporu-

čují Young a O'Byrne, se systémem 4 M. Vytvořila jsem návrh postupu měření ukazatele EVA, který doporučuji kalkulovat čtvrtletně pro podnik jako celek i pro jednotlivé provozy. Byl navržen bonusový program pro odměňování manažerů, a to využitím bonusového systému – verze XY, a postup při školení zaměstnanců podniku. Odhadla jsem časový harmonogram implementace na sedm měsíců a stanovila jsem odpovědnosti za jednotlivé prováděné aktivity. Závěrem jsem propočítala náklady na implementační proces a identifikovala jsem přínosy a rizika spojená s implementací.

Věřím, že předkládaná diplomová práce bude pro společnost XY, a.s. přínosná a poskytne jí cenné informace využitelné pro řízení výkonnosti podniku a případnou implementaci konceptu EVA.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### Monografie:

- [1] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: Analýzy, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2008. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [2] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 180 s. ISBN 80-245-0684-X.
- [3] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2
- [4] MAŘÍK, M., et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [5] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [6] NEUMAIEROVÁ, I. a kol. *Řízení hodnoty podniku*.
- [7] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2002. ISBN 80-247-0125-1.
- [8] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Podnikové finance: Studijní pomůcka pro distanční studium*. UTB ve Zlíně, 2007
- [9] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [10] SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. Praha: Grada Publishing a.s., 2008. ISBN 8024724243.
- [11] SYNEK, M., et al. *Podniková ekonomika*.
- [12] YOUNG, S. D., O'BYRNE, S. F. *EVA and Value-Based Management: A Practical Guid to Implementation*. New York: McGraw-Hill, 2001. ISBN 0-07-136439-0.

### Elektronické zdroje:

- [13] Brewer, P. C., Chandra, G., Hock, C. A. Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. *S.A.M. Advanced Management Journal* [online]. 1999. [cit. 2009-12-19]. Dostupný z WWW: <<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=42351825&sid=4&Fmt=4&clientId=45148&RQT=309&VName=PQD>>.



- [14] CFROI – Cash Flow Return on Investment. *Value Based Management.net* [online]. 2009 [cit. 2010-02-25]. Dostupný z WWW: <[http://www.valuebasedmanagement.net/methods\\_cfroi.html](http://www.valuebasedmanagement.net/methods_cfroi.html)>.
- [15] *Damodaran On-line* [online]. 2010 [cit. 2010-01-10]. Dostupné z WWW: <[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)>.
- [16] ĎURIŠOVÁ, Mária. *Podniková ekonomika a manažment* [online]. 2006, č. 2 [cit. 2009-12-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.oxygy.com/noviny-KE2-06-Cisla-novin-NOVINY-KE-fpedas-utc-ke/20>>.
- [17] Economic Value Added – a useful gauge. *Tribune Business News* [online]. 2009. [cit. 2009-12-19]. Dostupný z WWW: <<http://proquest.umi.com/pqdweb?sid=4&vinst=PROD&fmt=3&startpage=-1&clientid=45148&vname=PQD&RQT=309&did=1850173751&scaling=FULL&vtype=PQD&rqt=309&TS=1265033219&clientId=45148>>.
- [18] Finanční analýza podnikové sféry za rok 2008. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2009 [cit. 2010-01-15]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument66391.html>>.
- [19] Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2009 [cit. 2010-01-15]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument19696.html>>.
- [20] How EVA exposes non-performers. *New Zealand Management* [online]. 2002, vol. 49, iss. 7 [cit. 2009-12-19]. Dostupný z WWW: <<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=153632111&sid=4&Fmt=3&clientId=45148&RQT=309&VName=PQD>>.
- [21] KISLINGEROVÁ, Eva. Ekonomická přidaná hodnota. *Ekonom* [online]. 2000 [cit. 2009-12-19]. Dostupný z WWW: <[http://ekonom.ihned.cz/3-992258-ekonomick%E1+p%F8idan%E1+hodnota-400000\\_d-8e](http://ekonom.ihned.cz/3-992258-ekonomick%E1+p%F8idan%E1+hodnota-400000_d-8e)>.
- [22] *MPO | Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA* [online]. 2010 [cit. 2010-01-15]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>>.
- [23] Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2008. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2009 [cit. 2010-01-15]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument65939.html>>.

- [24] PAVELKOVÁ, Drahomíra. Válka ukazatelů. *Moderní řízení* [online]. 2004 [cit. 2009-11-20]. Dostupný z WWW: <[http://modernirizeni.ihned.cz/3-14483740-ekonomick%E1+p%F8idan%E1+hodnota-600000\\_d-65](http://modernirizeni.ihned.cz/3-14483740-ekonomick%E1+p%F8idan%E1+hodnota-600000_d-65)>.
- [25] POPA, Gabriela, MIHAILESCU, Laurentiu, CARAGEA, Codin. EVA – Advanced method for performance evaluation in banks. *Economia Seria Management* [online]. 2009, vol. 12, no. 1 [cit. 2009-12-19]. Dostupný z WWW: <<http://www.management.ase.ro/reveconomia/2009-1s/27.pdf>>.
- [26] REŽŇÁKOVÁ, Mária. Řízení výkonnosti českých strojírenských podniků. *MM Průmyslové spektrum* [online]. 2006, č. 1 [cit. 2009-12-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.mmspektrum.com/clanek/rizeni-vykonnosti-ceskych-strojirenskych-podniku>>.
- [27] Sazby PRIBOR - měsíční a roční průměry. *Česká národní banka* [online]. 2010 [cit. 2010-1-15]. Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/penezni\\_trh/pribor/prumerne\\_form.jsp](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne_form.jsp)>.
- [28] SINGER, James A., MILLAR, Devin L. Value-Based Management Done Right: The EVA Implementation at Harsco. *EVALuation* [online]. 2003, vol. 5, no. 1 [cit. 2010-01-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.eva.com/content/evaluation/info/042003.pdf>>.
- [29] Total Shareholder Return explained. *Value Based Management.net* [online]. 2009 [cit. 2010-02-25]. Dostupný z WWW: <[http://www.valuebasedmanagement.net/methods\\_tsr.html](http://www.valuebasedmanagement.net/methods_tsr.html)>.

### Ostatní zdroje

- [30] Materiály a informace poskytnuté společností XY, a.s.
- [31] Webové stránky společnosti XY, a.s.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

$\beta$	Koeficient relativní rizikovosti podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu.
BÚ	Bankovní úvěr.
C	Kapitál vázaný v aktivech, která slouží k operativní činnosti.
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv.
CF	Peněžní toky (Cash Flow).
CFROI	Rentabilita investic založená na finančních tocích (Cash Flow Return on Investment).
CK	Cizí kapitál.
CROGA	Hotovostní rentabilita hrubých aktiv (Cash Return on Gross Assets).
CVA	Peněžní přidaná hodnota (Cash Value Added).
ČPK	Čistý pracovní kapitál.
DCF	Diskontované cash flow (Discounted Cash Flow).
DFM	Dlouhodobý finanční majetek.
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek.
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek.
EAT	Čistý zisk (Earnings After Taxes).
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním (Earnings Before Interest and Taxes).
EBITDA	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy (Earnings Before Interest, Taxes).
EBT	Zisk před zdaněním (Earnings Before Taxes).
EVA	Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added).
FCF	Volné cash flow (Free Cash Flow).
I	Výše investice vlastníka do podniku (Investement).
IRR	Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return).
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu.
MVA	Tržní přidaná hodnota (Market Value Added).

$N_{ck}$	Náklady na cizí kapitál.
NOA	Čistá operativní aktiva (Net Operating Assets).
NOPAT	Zisk z operativní činnosti po zdanění (Net Operating Profit After Tax).
NPV	Čistá současná hodnota (Net Present Value).
$N_{vk}$	Náklady na vlastní kapitál.
OKEČ	Odvětвовá klasifikace ekonomických činností.
OR	Obchodní rejstřík.
PRIBOR	Referenční mezibankovní úroková sazba (Prague Interbank Bid Offered Rate).
PV	Současná hodnota podniku pro vlastníka (Present Value).
$r_e$	Náklady na vlastní kapitál.
$r_f$	Bezriziková úroková sazba.
ROA	Rentabilita aktiv (Return on Assets).
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity).
ROI	Rentabilita investovaného kapitálu (Return on Investment).
RONA	Rentabilita čistých operativních aktiv (Return on Net Assets).
ROS	Rentabilita tržeb (Return on Sales).
SVA	Přidaná hodnota pro akcionáře (Shareholder Value Added).
TSR	Celkové jmění akcionářů (Total Shareholder Return).
VBM	Hodnotové řízení podniku (Value Based Management).
VH	Výsledek hospodaření.
VK	Vlastní kapitál.
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál (Weighted Average Cost of Capital).

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obr. 1 Organizační struktura společnosti XY, a.s. ....	45
Obr. 2 SWOT analýza společnosti XY, a.s.....	48
Obr. 3 Vývoj EAT .....	53
Obr. 4 Dělení EBIT.....	54
Obr. 5 Vybrané ukazatele aktivity .....	58
Obr. 6 Porovnání poměrových ukazatelů v r. 2008 .....	60
Obr. 7 Porovnání poměrových ukazatelů v r. 2007 .....	61
Obr. 8 Vývoj EVA a veličin pro výpočet ekon. modelu EVA .....	73
Obr. 9 Vývoj EVA a veličin pro výpočet účetního modelu.....	74
Obr. 10 Rozklad EVA.....	76
Obr. 11 Rozklad RONA.....	76
Obr. 12 Rozklad NOPAT/T .....	77
Obr. 13 Rozklad T/NOA.....	77
Obr. 14 Rozklad C .....	77
Obr. 15 Rozklad DM .....	78
Obr. 16 Rozklad ČPK .....	78
Obr. 17 Rozklad WACC.....	79

**SEZNAM TABULEK**

Tab. 1 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku .....	13
Tab. 2 Vývoj hospodářského výsledku .....	53
Tab. 3 Vývoj čistého pracovního kapitálu .....	54
Tab. 4 Vybrané ukazatele zadluženosti .....	55
Tab. 5 Multiplikátor jmění vlastníků .....	55
Tab. 6 Ukazatele likvidity .....	56
Tab. 7 Vybrané ukazatele rentability .....	56
Tab. 8 Vybrané ukazatele aktivity .....	57
Tab. 9 Altmanův index důvěryhodnosti (Z-skóre) .....	58
Tab. 10 Index IN05 .....	59
Tab. 11 Porovnání poměrových ukazatelů v r. 2008 .....	59
Tab. 12 Porovnání poměrových ukazatelů v r. 2007 .....	61
Tab. 13 Hodnota leasingu aktivovaná v jednotlivých letech .....	62
Tab. 14 Výše dlouhodobého finančního majetku .....	63
Tab. 15 Hodnota nedokončených investic .....	64
Tab. 16 Vývoj neúročených cizích zdrojů .....	64
Tab. 17 Postup výpočtu NOA .....	64
Tab. 18 Vymezení C v jednotlivých letech .....	65
Tab. 19 Vývoj nákladových úroků .....	65
Tab. 20 Vývoj VH z prodeje dlouhodobého majetku .....	66
Tab. 21 Vymezení NOPAT v jednotlivých letech .....	66
Tab. 22 Náklady na bankovní úvěr, 1. alternativa .....	67
Tab. 23 Náklady na bankovní úvěr, 2. alternativa .....	67
Tab. 24 Náklady na bankovní úvěr, 3. alternativa .....	68
Tab. 25 Náklady na bankovní úvěr .....	68
Tab. 26 Náklady na leasing .....	68
Tab. 27 Průměrné náklady na cizí kapitál .....	69
Tab. 28 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM .....	70
Tab. 29 Náklady na VK odvozené od prům. rentability VK odvětví .....	70
Tab. 30 Náklady na vlastní kapitál – stavebnicová metoda .....	71
Tab. 31 Náklady na vlastní kapitál – odvození od nákladů na CK .....	71
Tab. 32 Určení nákladů na vlastní kapitál .....	72

---

Tab. 33 Výpočet WACC.....	72
Tab. 34 Výpočet hodnoty EVA podle ekonomického modelu.....	72
Tab. 35 Výpočet ukazatele EVA podle účetního modelu.....	74
Tab. 36 Citlivostní analýza .....	80
Tab. 37 Vliv změn ukazatelů na hodnotu EVA .....	81
Tab. 38 Kalkulace bonusového systému.....	92
Tab. 39 Proces implementace konceptu EVA .....	95
Tab. 40 Stanovení odpovědnosti.....	96
Tab. 41 Časový rámec aktivit implementace.....	97
Tab. 42 Časový rámec školení.....	97
Tab. 43 Celkové náklady na implementaci konceptu EVA.....	99

## SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Rozvaha společnosti XY, a.s.

Příloha P II: Výkaz zisků a ztrát společnosti XY, a.s.

Příloha P III: Analýza majetkové a finanční struktury

Příloha P IV: Analýza výnosů a nákladů

Příloha P V: Pyramidové rozklady ukazatele EVA

Příloha P VI: Vztahy pro vyčíslení vlivů v pyramidovém rozkladu

Příloha P VII: Síťová analýza procesu implementace



## PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLEČNOSTI XY, A.S.

		2008	2007	2006	2005
<b>AKTIVA CELKEM</b>		<b>166 919</b>	<b>103 024</b>	<b>107 551</b>	<b>105 604</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>63 652</b>	<b>37 169</b>	<b>34 953</b>	<b>51 782</b>
<b>B.I.</b>	<b>DNM</b>	<b>2 719</b>	<b>1 448</b>	<b>1 381</b>	<b>1 721</b>
<b>B.II.</b>	<b>DHM</b>	<b>41 250</b>	<b>18 298</b>	<b>18 783</b>	<b>18 454</b>
	2. Stavby	41	44	46	48
	3. Samost. mov. věci a soubory MV	17 238	18 247	18 730	15 456
	4-6. Jiný DHM	7	7	7	7
	7-8. Nedok. DHM	23 964	0	0	2 943
<b>B.III.</b>	<b>DFM</b>	<b>19 683</b>	<b>17 423</b>	<b>14 789</b>	<b>31 607</b>
	2. Podílové CP a podíly s podstat. vlivem	2 365	105	0	0
	3. Ostatní dlouhodob. CP a podíly	17 318	17 318	14 789	31 607
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>100 116</b>	<b>62 412</b>	<b>70 088</b>	<b>52 108</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>23 569</b>	<b>23 719</b>	<b>24 871</b>	<b>18 667</b>
	1. Materiál	4 894	7 779	8 791	8 176
	2. Nedok. výroba a polotovary	9 635	8 837	12 456	7 286
	3. Výrobky	5 552	4 945	3 078	3 202
	4. Zboží	3 488	2 158	546	3
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>10 808</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>394</b>
	1. Pohled. za ovl. a řízen. osobami	10 784	0	0	0
	5-6. Jiné pohledávky	24	24	30	394
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>53 614</b>	<b>27 124</b>	<b>35 583</b>	<b>23 350</b>
	1. Pohled. z obchod. vztahů	42 767	26 414	16 522	20 057
	5-6. Sociální zabezpečení a stát	0	222	0	0
	7. Jiné pohledávky	10 847	488	19 061	3 293
<b>C.IV.</b>	<b>Finanční majetek</b>	<b>12 125</b>	<b>11 545</b>	<b>9 604</b>	<b>9 697</b>
	1. Peníze	206	166	202	209
	2. Účty v bankách	11 919	11 379	9 402	9 488
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>3 151</b>	<b>3 443</b>	<b>2 510</b>	<b>1 714</b>

		2008	2007	2006	2005
<b>PASIVA CELKEM</b>		<b>166 919</b>	<b>103 024</b>	<b>107 551</b>	<b>105 604</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>67 280</b>	<b>65 197</b>	<b>61 048</b>	<b>70 009</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>65 460</b>	<b>65 460</b>	<b>65 460</b>	<b>65 460</b>
1.	Základní kapitál	65 460	65 460	65 460	65 460
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
2.	Ostatní kapitálové fondy	2	2	2	2
<b>A.III.</b>	<b>Fondy ze zisku</b>	<b>1 571</b>	<b>1 364</b>	<b>1 364</b>	<b>1 319</b>
1.	Zákonný rezervní fond	1 571	1 364	1 364	1 319
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodař. min. let</b>	<b>-1 836</b>	<b>-5 778</b>	<b>0</b>	<b>2 335</b>
<b>A.V.</b>	<b>Hospodářský výsledek běž. odb.</b>	<b>2 083</b>	<b>4 149</b>	<b>-5 778</b>	<b>893</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>99 639</b>	<b>37 827</b>	<b>46 503</b>	<b>35 595</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>157</b>	<b>467</b>	<b>703</b>	<b>786</b>
10.	Odložený daňový závazek	157	467	703	786
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>50 333</b>	<b>31 628</b>	<b>37 596</b>	<b>24 133</b>
1.	Závazky z obchod. vztahů	24 186	18 511	16 062	14 560
2-4.	Závazky k ovl. a říz. osobám	16 704	5 105	6 265	0
5.	Závazky k zaměstnancům	2 870	2 714	2 732	2 644
6.	Závazky ze sociál. zabezpečení	1 579	1 508	1 491	1 410
7.	Stát - daňové závazky	1 336	0	159	6
8-11.	Jiné závazky	3 658	3 790	10 887	5 513
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>49 149</b>	<b>5 732</b>	<b>8 204</b>	<b>10 676</b>
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	49 149	5 732	8 204	10 676
<b>C.</b>	<b>Ostatní krátkodobá pasiva</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT SPOLEČNOSTI XY, A.S.

		2008	2007	2006	2005
<b>I.</b>	<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>26 120</b>	<b>21 939</b>	<b>6 378</b>	<b>2 880</b>
<b>A.</b>	<b>Náklady vynaložené na prodané zboží</b>	<b>19 176</b>	<b>13 029</b>	<b>5 466</b>	<b>2 587</b>
<b>+</b>	<b>Obchodní marže</b>	<b>6 944</b>	<b>8 910</b>	<b>912</b>	<b>293</b>
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>181 051</b>	<b>152 215</b>	<b>143 668</b>	<b>148 795</b>
	II.1 Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	168 456	152 467	137 586	142 571
	II.2 Změna stavu zásob vl. činnosti	2 880	-1 825	3 145	1 782
	II.3 Aktivace	9 715	1 573	2 937	4 442
<b>B.</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>120 833</b>	<b>98 593</b>	<b>87 891</b>	<b>88 790</b>
	B.1 Spotřeba materiálu a energie	63 272	47 660	45 230	42 016
	B.2 Služby	57 561	50 933	42 661	46 774
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>67 162</b>	<b>62 532</b>	<b>56 689</b>	<b>60 298</b>
<b>C.</b>	<b>Osobní náklady</b>	<b>54 355</b>	<b>51 773</b>	<b>52 115</b>	<b>49 708</b>
	C.1 Mzdové náklady	39 997	38 153	38 336	36 603
	C.3 Náklady na sociální zabezpeč.	13 971	13 286	13 376	12 689
	C.4 Sociální náklady	387	334	403	416
<b>D.</b>	<b>Daně a poplatky</b>	<b>132</b>	<b>131</b>	<b>48</b>	<b>83</b>
<b>E.</b>	<b>Odpisy dlouh. hm. a nehm. majetku</b>	<b>7 567</b>	<b>7 409</b>	<b>6 352</b>	<b>6 562</b>
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje dlouh. maj. a materiálu</b>	<b>1 167</b>	<b>7 706</b>	<b>1 190</b>	<b>634</b>
<b>F.</b>	<b>Zůstatková cena prod. majetku a materiálu</b>	<b>780</b>	<b>5 312</b>	<b>119</b>	<b>518</b>
<b>G.</b>	<b>Změna stavu rezerv, oprav. položek prov. obl.</b>	<b>-251</b>	<b>-2 963</b>	<b>-205</b>	<b>2 759</b>
<b>IV.</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>1 347</b>	<b>505</b>	<b>1 320</b>	<b>1 463</b>
<b>H.</b>	<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>3 106</b>	<b>3 761</b>	<b>2 728</b>	<b>3 338</b>
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>3 987</b>	<b>5 320</b>	<b>-1 958</b>	<b>-573</b>
<b>VI. - VIII.</b>	<b>Tržby z prodeje CP a podílů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>29 059</b>	<b>7 933</b>
<b>J. + K.</b>	<b>Prodané CP a podíly</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>31 591</b>	<b>5 329</b>
<b>X.</b>	<b>Výnosové úroky</b>	<b>550</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
<b>N.</b>	<b>Nákladové úroky</b>	<b>1 861</b>	<b>511</b>	<b>560</b>	<b>264</b>
<b>XI.</b>	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>4 034</b>	<b>1 071</b>	<b>804</b>	<b>649</b>
<b>O.</b>	<b>Ostatní finanční náklady</b>	<b>4 215</b>	<b>1 999</b>	<b>1 646</b>	<b>1 683</b>
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1 492</b>	<b>-1 407</b>	<b>-3 903</b>	<b>1 341</b>
<b>Q.</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>412</b>	<b>-236</b>	<b>-83</b>	<b>-125</b>
	Q.1 splatná	721	0	0	0
	Q.2 odložená	-309	-236	-83	-125
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>2 083</b>	<b>4 149</b>	<b>-5 778</b>	<b>893</b>
<b>*</b>	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>2 083</b>	<b>4 149</b>	<b>-5 778</b>	<b>893</b>

## PŘÍLOHA P III: ANALÝZA MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY

( v tis. Kč)	2005		2006		2007		2008	
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>105 604</b>	<b>100%</b>	<b>107 551</b>	<b>100%</b>	<b>103 024</b>	<b>100%</b>	<b>166 919</b>	<b>100%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>51 782</b>	<b>49%</b>	<b>34 956</b>	<b>33%</b>	<b>37 169</b>	<b>36%</b>	<b>63 652</b>	<b>38%</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 721	2%	1 381	1%	1 448	1%	2 719	2%
Dlouhodobý hmotný majetek	18 454	17%	18 783	17%	18 298	18%	41 250	25%
Dlouhodobý finanční majetek	31 607	30%	14 789	14%	17 423	17%	19 683	12%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>52 108</b>	<b>49%</b>	<b>70 088</b>	<b>65%</b>	<b>62 412</b>	<b>61%</b>	<b>100 116</b>	<b>60%</b>
Zásoby	18 667	18%	24 871	23%	23 719	23%	23 569	14%
Dlouhodobé pohledávky	394	0%	30	0%	24	0%	10 808	6%
Krátkodobé pohledávky	23 350	22%	35 583	33%	27 124	26%	53 614	32%
Krátkodobý finanční majetek	9 697	9%	9 604	9%	11 545	11%	12 125	7%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 714</b>	<b>2%</b>	<b>2 510</b>	<b>2%</b>	<b>3 443</b>	<b>3%</b>	<b>3 151</b>	<b>2%</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>105 604</b>	<b>100%</b>	<b>107 551</b>	<b>100%</b>	<b>103 024</b>	<b>100%</b>	<b>166 919</b>	<b>100%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>70 009</b>	<b>66%</b>	<b>61 048</b>	<b>57%</b>	<b>65 197</b>	<b>63%</b>	<b>67 280</b>	<b>40%</b>
Základní kapitál	65 460	62%	65 460	61%	65 460	64%	65 460	39%
Kapitálové fondy	2	0%	2	0%	2	0%	2	0%
Rezervní fondy, nedělit. fond a ost. fondy ze zisku	1 319	1%	1 364	1%	1 364	1%	1 571	1%
Výsledek hospodaření minulých let	2 335	2%	0	0%	-5 778	-6%	-1 836	-1%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	893	1%	-5 778	-5%	4 149	4%	2 083	1%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>35 595</b>	<b>34%</b>	<b>46 503</b>	<b>43%</b>	<b>37 827</b>	<b>37%</b>	<b>99 639</b>	<b>60%</b>
Rezervy	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Dlouhodobé závazky	786	1%	703	1%	467	0%	157	0%
Krátkodobé závazky	24 133	23%	37 596	35%	31 628	31%	50 333	30%
Bankovní úvěry a výpomoci	10 676	10%	8 204	8%	5 732	6%	49 149	29%
-Bankovní úvěry dlouhodobé	10 676	10%	8 204	8%	5 732	6%	49 149	29%
-Krátkodobé bankovní úvěry	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
-Krátkodobé finanční výpomoci	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

( v tis. Kč)	2005	2006	06 / 05	2007	07 / 06	07 / 05	2008	08 / 07	08 / 06	08 / 05
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>105 604</b>	<b>107 551</b>	<b>-100%</b>	<b>103 024</b>	<b>0%</b>	<b>-100%</b>	<b>166 919</b>	<b>62%</b>	<b>55%</b>	<b>58%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>51 782</b>	<b>34 956</b>	<b>-100%</b>	<b>37 169</b>	<b>-34%</b>	<b>-100%</b>	<b>63 652</b>	<b>71%</b>	<b>82%</b>	<b>23%</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 721	1 381	-100%	1 448	-21%	-100%	2 719	88%	97%	58%
Dlouhodobý hmotný majetek	18 454	18 783	-100%	18 298	0%	-100%	41 250	125%	120%	124%
Dlouhodobý finanční majetek	31 607	14 789	x	17 423	-54%	x	19 683	13%	33%	-38%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>52 108</b>	<b>70 088</b>	<b>-100%</b>	<b>62 412</b>	<b>32%</b>	<b>-100%</b>	<b>100 116</b>	<b>60%</b>	<b>43%</b>	<b>92%</b>
Zásoby	18 667	24 871	-100%	23 719	31%	-100%	23 569	-1%	-5%	26%
Dlouhodobé pohledávky	394	30	x	24	-93%	x	10 808	44933%	35927%	2643%
Krátkodobé pohledávky	23 350	35 583	-100%	27 124	50%	-100%	53 614	98%	51%	130%
Krátkodobý finanční majetek	9 697	9 604	-100%	11 545	-3%	-100%	12 125	5%	26%	25%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 714</b>	<b>2 510</b>	<b>-100%</b>	<b>3 443</b>	<b>44%</b>	<b>-100%</b>	<b>3 151</b>	<b>-8%</b>	<b>26%</b>	<b>84%</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>105 604</b>	<b>107 551</b>	<b>-100%</b>	<b>103 024</b>	<b>0%</b>	<b>-100%</b>	<b>166 919</b>	<b>62%</b>	<b>55%</b>	<b>58%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>70 009</b>	<b>61 048</b>	<b>-100%</b>	<b>65 197</b>	<b>-14%</b>	<b>-100%</b>	<b>67 280</b>	<b>3%</b>	<b>10%</b>	<b>-4%</b>
Základní kapitál	65 460	65 460	-100%	65 460	-2%	-100%	65 460	0%	0%	0%
Kapitálové fondy	2	2	-100%	2	-2%	-100%	2	0%	0%	0%
Rezervní fondy, nedělit. fond a ost. fondy ze zisku	1 319	1 364	-100%	1 364	2%	-100%	1 571	15%	15%	19%
Výsledek hospodaření minulých let	2335	0	-100%	-5 778	x	-100%	-1 836	-68%	x	-179%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	893	-5 778	90%	4 149	172%	-100%	2 083	-50%	-136%	133%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>35 595</b>	<b>46 503</b>	<b>-100%</b>	<b>37 827</b>	<b>28%</b>	<b>-100%</b>	<b>99 639</b>	<b>163%</b>	<b>114%</b>	<b>180%</b>
Rezervy	0	0	x	0	x	x	0	x	x	x
Dlouhodobé závazky	786	703	-100%	467	-12%	-100%	157	-66%	-78%	-80%
Krátkodobé závazky	24 133	37 596	-100%	31 628	53%	-100%	50 333	59%	34%	109%
Bankovní úvěry a výpomoci	10 676	8 204	-100%	5 732	-25%	-100%	49 149	757%	499%	360%
-Bankovní úvěry dlouhodobé	10 676	8 204	-100%	5 732	-25%	-100%	49 149	757%	499%	360%
-Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	x	0	x	x	0	x	x	x
-Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	x	0	x	x	0	x	x	x
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>x</b>	<b>0</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>0</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>x</b>

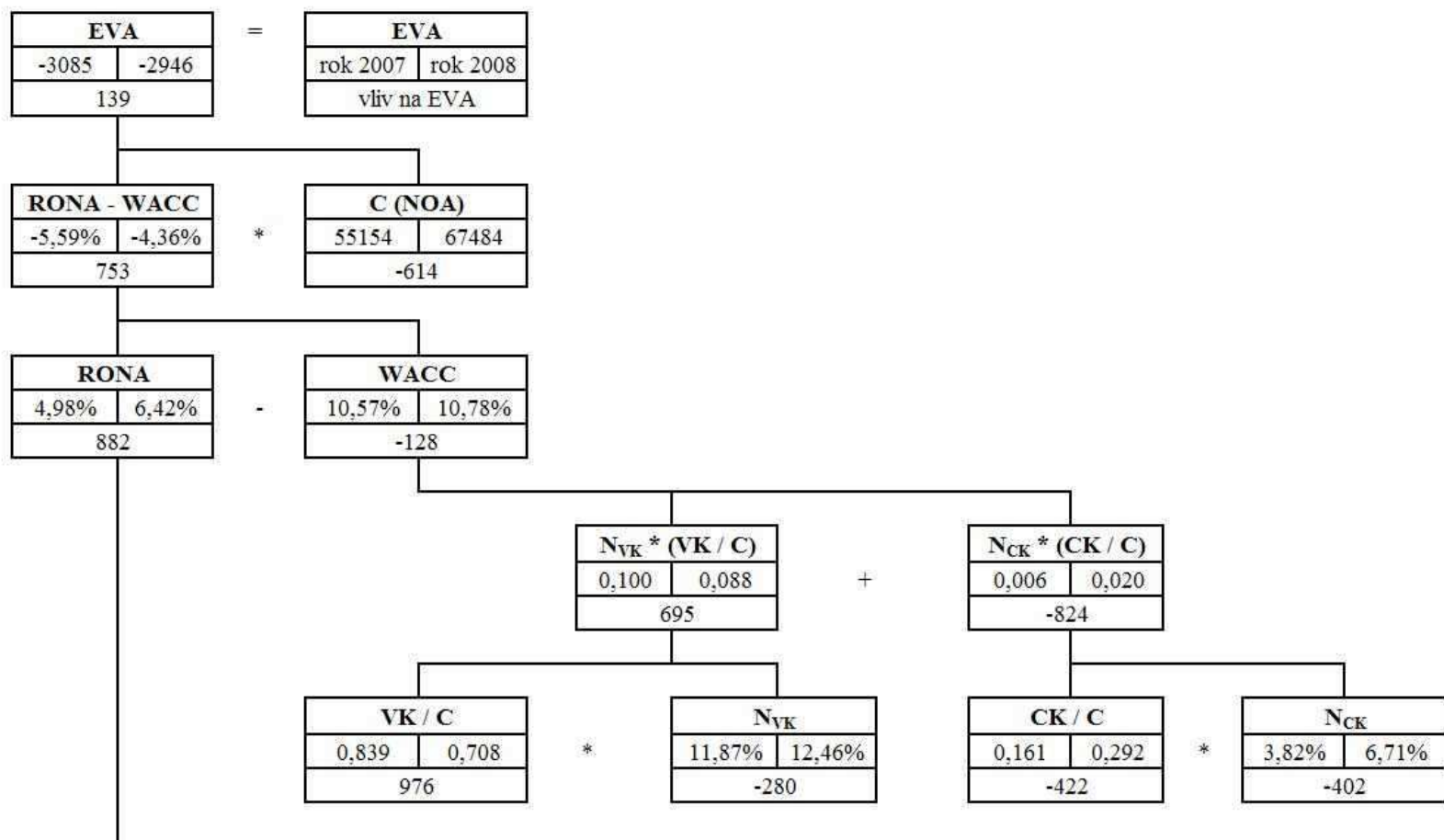
## PŘÍLOHA P IV: ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ

(v tis. Kč)	2005		2006		2007		2008	
<b>VÝNOSY CELKEM</b>	<b>162 389</b>	<b>100%</b>	<b>182 450</b>	<b>100%</b>	<b>183 468</b>	<b>100%</b>	<b>214 269</b>	<b>100%</b>
Tržby za prodej zboží	2 880	2%	6 378	3%	21 939	12%	26 120	12%
Výkony	148 795	92%	143 668	79%	152 215	83%	181 051	84%
-Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	142 571	88%	137 586	75%	152 467	83%	168 456	79%
-Změna stavu zásob vlastní výroby	1 782	1%	3 145	2%	-1 825	-1%	2 880	1%
-Aktivace	4 442	3%	2 937	2%	1 573	1%	9 715	5%
Ostatní výnosy	10 714	7%	32 404	18%	9 314	5%	7 098	3%
<b>NÁKLADY CELKEM</b>	<b>161 496</b>	<b>100%</b>	<b>188 228</b>	<b>100%</b>	<b>179 319</b>	<b>100%</b>	<b>212 186</b>	<b>99%</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 587	2%	5 466	3%	13 029	7%	19 176	9%
Výkonová spotřeba	88 790	55%	87 891	47%	98 593	55%	120 833	56%
Osobní náklady	49 708	31%	52 115	28%	51 773	29%	54 355	25%
Odpisy DNM a DHM	6 562	4%	6 352	3%	7 409	4%	7 567	4%
Změna stavu rezerv a oprav. položek	2 759	2%	-205	0%	-2 963	-2%	-251	0%
Nákladové úroky	264	0%	560	0%	511	0%	1 861	1%
Ostatní náklady	10 826	7%	36 049	19%	10 967	6%	8 645	4%

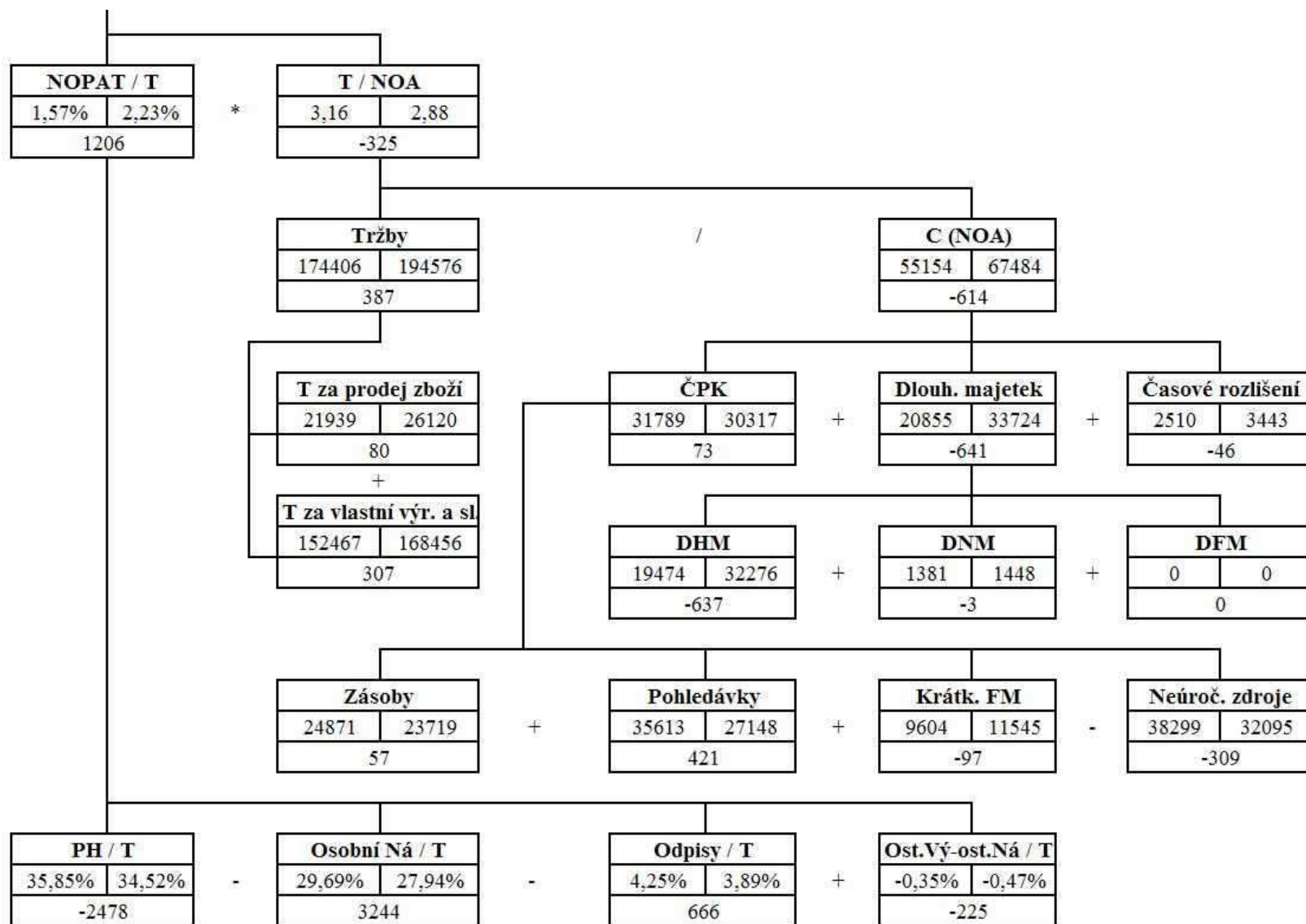
(v tis. Kč)	2005	2006	06 / 05	2007	07 / 06	07 / 05	2008	08 / 07	08 / 06	08 / 05
<b>VÝNOSY CELKEM</b>	<b>162 389</b>	<b>182 450</b>	<b>12%</b>	<b>183 468</b>	<b>1%</b>	<b>13%</b>	<b>214 269</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>32%</b>
Tržby za prodej zboží	2 880	6 378	121%	21 939	244%	662%	26 120	19%	310%	807%
Výkony	148 795	143 668	-3%	152 215	6%	2%	181 051	19%	26%	22%
-Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	142 571	137 586	-3%	152 467	11%	7%	168 456	10%	22%	18%
-Změna stavu zásob vlastní výroby	1 782	3 145	76%	-1 825	-158%	-202%	2 880	-258%	-8%	62%
-Aktivace	4 442	2 937	-34%	1 573	-46%	-65%	9 715	518%	231%	119%
Ostatní výnosy	10 714	32 404	202%	9 314	-71%	-13%	7 098	-24%	-78%	-34%
<b>NÁKLADY CELKEM</b>	<b>161 496</b>	<b>188 228</b>	<b>17%</b>	<b>179 319</b>	<b>-5%</b>	<b>11%</b>	<b>212 186</b>	<b>18%</b>	<b>13%</b>	<b>31%</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 587	5 466	111%	13 029	138%	404%	19 176	47%	251%	641%
Výkonová spotřeba	88 790	87 891	-1%	98 593	12%	11%	120 833	23%	37%	36%
Osobní náklady	49 708	52 115	5%	51 773	-1%	4%	54 355	5%	4%	9%
Odpisy DNM a DHM	6 562	6 352	-3%	7 409	17%	13%	7 567	2%	19%	15%
Změna stavu rezerv a oprav. položek	2 759	-205	-107%	-2 963	1345%	-207%	-251	-92%	22%	-109%
Nákladové úroky	264	560	112%	511	-9%	94%	1 861	264%	232%	605%
Ostatní náklady	10 826	36 049	233%	10 967	-70%	1%	8 645	-21%	-76%	-20%

# PŘÍLOHA P V: PYRAMIDOVÉ ROZKLADY UKAZATELE EVA

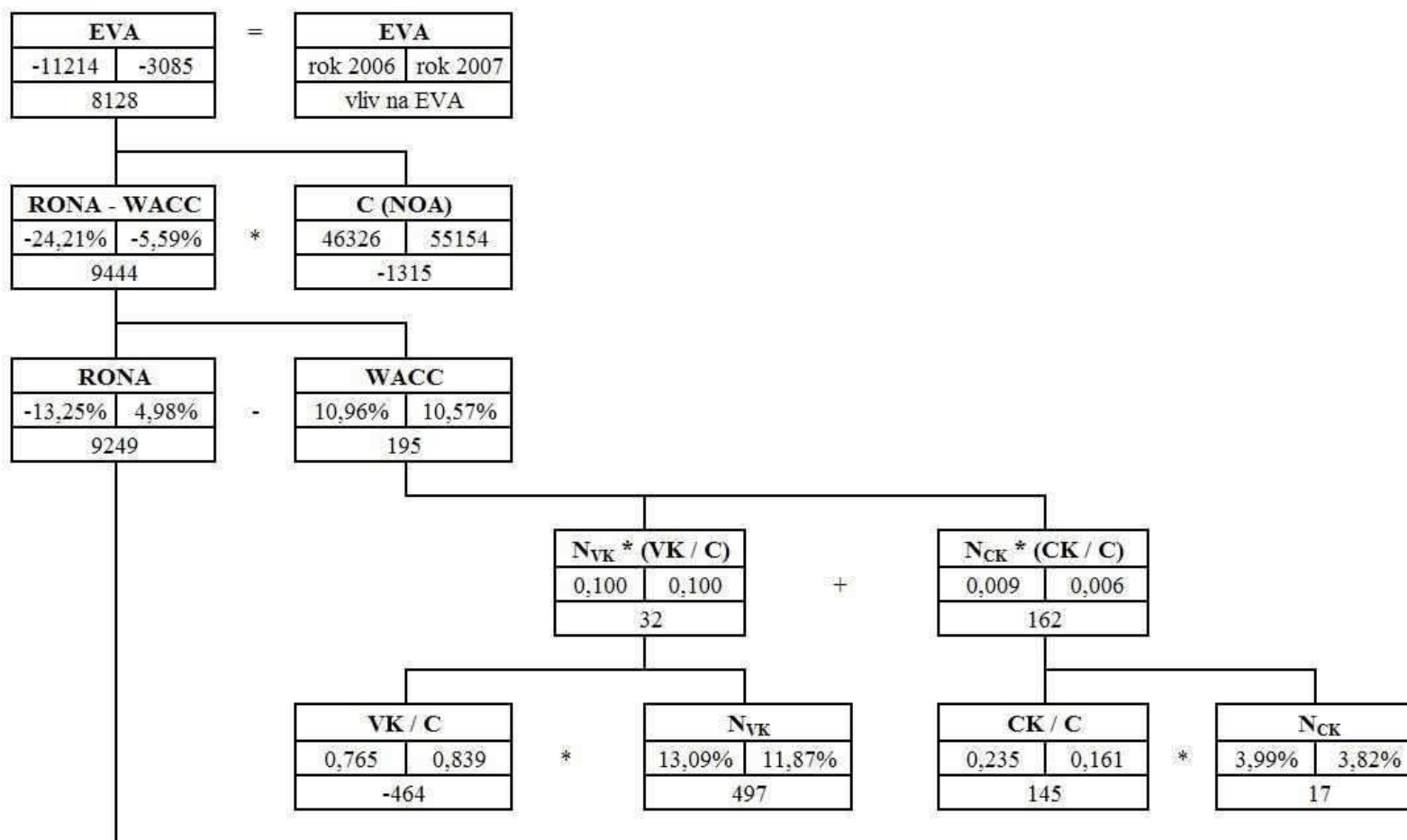
2007 / 2008

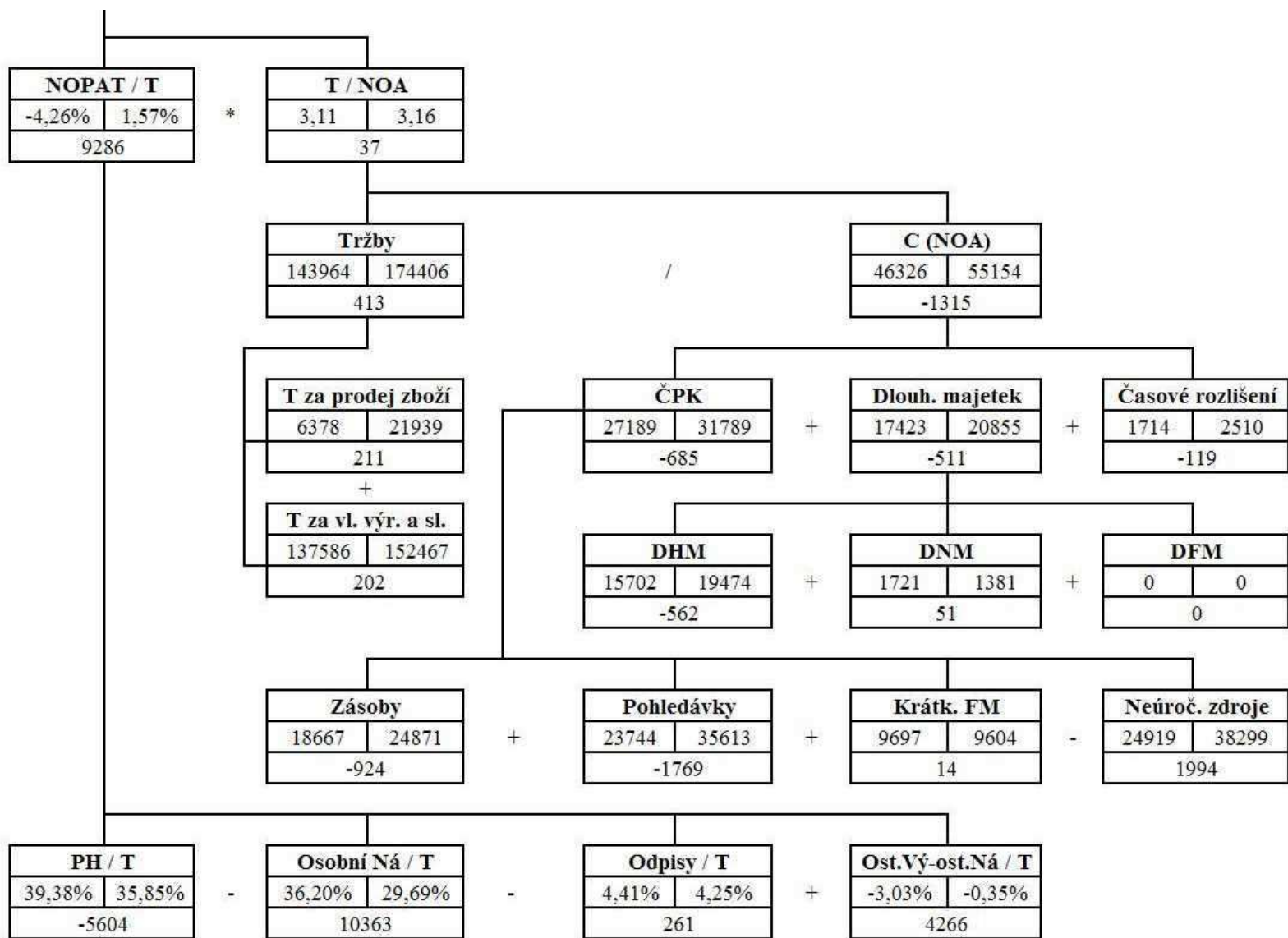




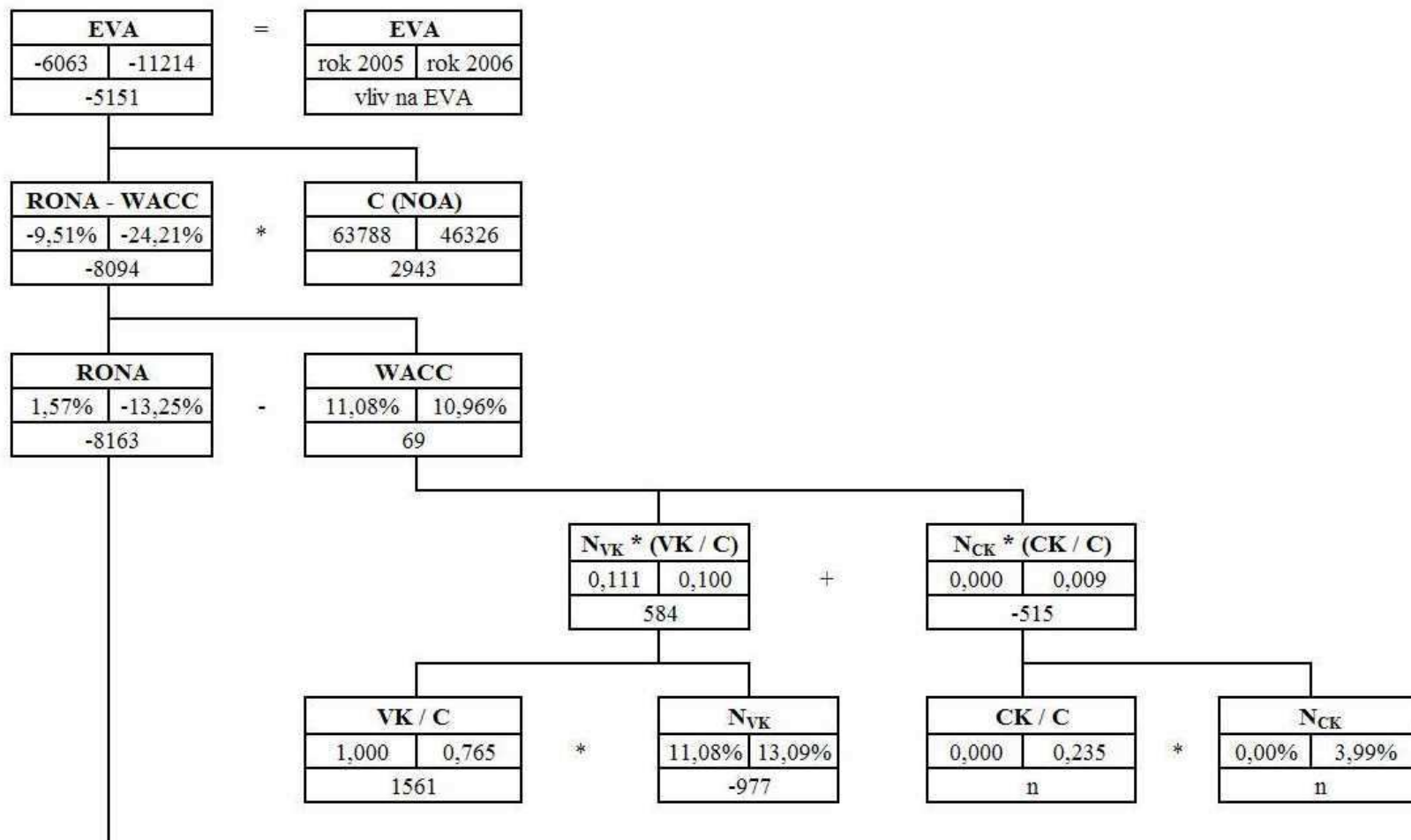


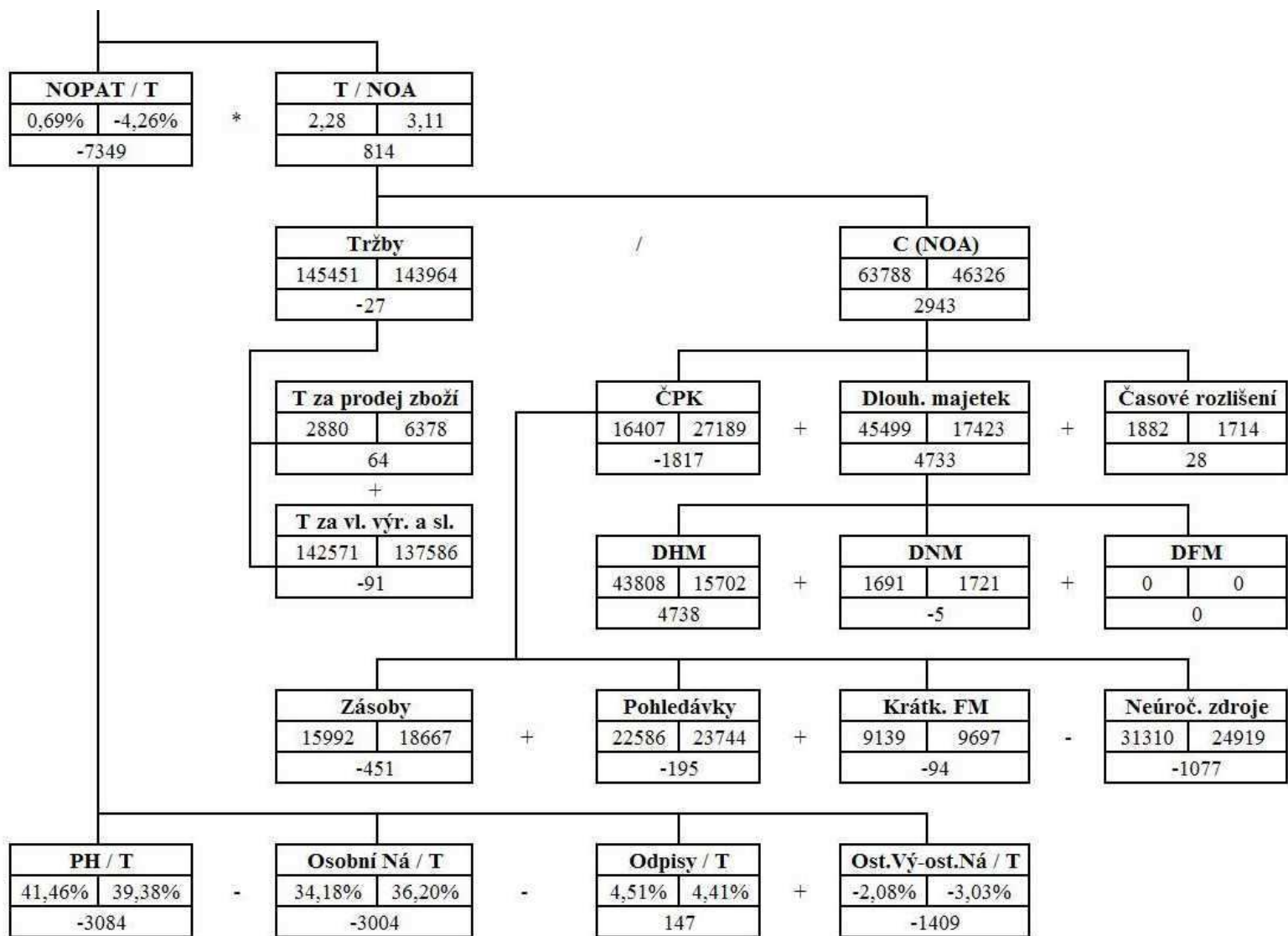
2006 / 2007





2005 / 2006





## PŘÍLOHA P VI: VZTAHY PRO VYČÍSLENÍ VLIVŮ V PYRAMIDOVÉM ROZKLADU

### Aditivní vazba

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x$$

kde:

$$\Delta a_i = \Delta a_{i,1} - \Delta a_{i,0}$$

$\Delta a_{i,0}$ , resp.  $\Delta a_{i,1}$  je hodnota ukazatele  $i$  pro výchozí stav nebo čas (index 0) a následný stav nebo čas (index 1)

### Exponenciální vazba

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{\ln a_1}}{\ln I_{\ln x}} \cdot \Delta y_x$$

$$\Delta x_{a_2} = \frac{\ln I_{\ln a_1}}{\ln I_{\ln x}} \cdot \Delta y_x$$

kde:

$$x = a_1^{a_2}$$

### Multiplikativní vazba

*Metoda postupných změn*

$$\Delta x_{a_1} = \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}$$

$$\Delta x_{a_2} = \Delta a_{1,1} \cdot a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}$$

$$\Delta x_{a_3} = \Delta a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}$$

*Metoda rozkladu se zbytkem*

$$\Delta x_{a_1} = \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}$$

$$\Delta x_{a_2} = \Delta a_{1,1} \cdot a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}$$

$$\Delta x_{a_3} = \Delta a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}$$

$$\text{zbytek } R = \Delta y_x - [\Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3] \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}$$

*Logaritmická metoda rozkladu*

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x$$

kde:

$$I_x = \frac{x_1}{x_0}$$

$$I_{a_i} = \frac{a_{i,1}}{a_{i,0}}$$

*Funkcionální metoda*

V případě součinu tří dílčích ukazatelů  $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$

$$\Delta x_{a_1} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x$$

$$\Delta x_{a_2} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x$$

$$\Delta x_{a_3} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \Delta y_x$$

V případě součinu dvou dílčích ukazatelů  $x = a_1 \cdot a_2$

$$\Delta x_{a_1} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} \right) \Delta y_x$$

$$\Delta x_{a_2} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} \right) \Delta y_x$$

kde:

$$R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$$

$$R_x = \frac{\Delta x}{x_0}$$

$$\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$$

## PŘÍLOHA P VII: SÍŤOVÁ ANALÝZA PROCESU IMPLEMENTACE

### Rozpis činností

Symbol činnosti	Popis činnosti	Předcházející činnosti	Doba trvání (dny)
A	Seznámení managementu s konceptem EVA	-	1
B	Rozhodnutí o implementaci EVA	A	0,5
C	Sestavení řídicí skupiny a volba vedoucího	B	1
D	Vyškolení řídicí skupiny	C	8
E	Measurement	D	9
F	Management	E	8
G	Motivation	F	8
H	Seznámení zaměstnanců s konceptem EVA	B	0,5
I	Školení jednotlivých skupin zaměstnanců	H, G	13
J	Kontrola provedených aktivit	G, I	1

### Zadání do programu WinQSB

Activity Number	Activity Name	Immediate Predecessor (list number/name, separated by ',')	Normal Time
1	A		1
2	B	A	0,5
3	C	B	1
4	D	C	8
5	E	D	9
6	F	E	8
7	G	F	8
8	H	B	0,5
9	I	G,H	13
10	J	G,I	1



## Řešení v programu WinQSB

04-09-2010 19:10:03	Activity Name	On Critical Path	Activity Time	Earliest Start	Earliest Finish	Latest Start	Latest Finish	Slack (LS-ES)
1	A	Yes	1	0	1	0	1	0
2	B	Yes	5	1	6	1	6	0
3	C	Yes	1	6	7	6	7	0
4	D	Yes	8	7	15	7	15	0
5	E	Yes	9	15	24	15	24	0
6	F	Yes	8	24	32	24	32	0
7	G	Yes	8	32	40	32	40	0
8	H	no	5	6	11	35	40	29
9	I	Yes	13	40	53	40	53	0
10	J	Yes	1	53	54	53	54	0
	Project Completion Time	=	54	days				
	Number of Critical Path(s)	=	2					

