

Optimalizace kapitálové struktury společnosti

Hedva, a.s.

Adéla Holoubková

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2008/2009

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Adéla HOLOUBKOVÁ**

Studijní program: **B 6208 Ekonomika a management**

Studijní obor: **Management a ekonomika**

Téma práce: **Optimalizace kapitálové struktury společnosti Hedva, a. s.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Provedte průzkum literárních pramenů a zpracujte teoretické a metodické poznatky týkající se kapitálové struktury.

II. Praktická část

- Analyzujte vývoj hospodaření ve vybrané společnosti pomocí nástrojů finanční analýzy.
- Na základě zpracované analýzy zhodnoťte dosavadní vývoj kapitálové struktury společnosti.
- Navrhněte soubor opatření ke zlepšení kapitálové struktury dané společnosti.

Závěr

*

Rozsah práce: cca 40 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

- [1] BREALEY, R. A., MYERS, S. C. Teorie a praxe firemních financí. Praha: Victoria Publishing, 1992. 1032 s. ISBN 80-85605-24-4.
[2] KISLINGEROVÁ, E. Manažerské finance. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
[3] KUBÍČKOVÁ, D., KOTĚŠOVCOVÁ, J. Finanční analýza. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2006. 125 s. ISBN 80-86754-57-X.
[4] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 1. vyd. Praha: Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
[5] VALACH, J., et al. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. vyd. Praha: EKOPRESS, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Marie Paseková, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání bakalářské práce: 16. března 2009
Termín odevzdání bakalářské práce: 22. května 2009

Ve Zlíně dne 16. března 2009

doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

ABSTRAKT

V teoretické části práce je na základě odborné literatury zpracována problematika týkající se optimalizace kapitálové struktury, jsou charakterizovány základní zdroje financování, náklady na kapitál a nástroje finanční analýzy. Praktická část hodnotí kapitálovou strukturu podniku a jeho výkonnost pomocí finanční analýzy. Cílem praktické části je stanovit náklady na kapitál podle různých přístupů a posoudit vzájemný poměr vlastního a cizího kapitálu s využitím příslušných teorií. Závěr práce shrnuje provedené analýzy a doporučuje nejvhodnější kapitálovou strukturu.

Klíčová slova:

Finanční a kapitálová struktura, náklady na kapitál, finanční analýza, vlastní kapitál, cizí kapitál, optimalizace kapitálové struktury

ABSTRACT

In the theoretical part is processed the issue of optimization of capital structure by scientific literature. The basic sources of funding, cost of capital and financial analysis tools are characterized also. Practical part values the equity structure of the company and its performance through the financial analysis. The purpose of the practical part is to determine the cost of capital according to the different approaches and determine the ratio between equity and foreign capital using relevant theories . The conclusion summarizes the work of analysis and recommend the most appropriate capital structure.

Keywords:

Financial and capital structure, cost of capital, financial analysis, equity, foreign capital, capital structure optimization

Poděkování

Tímto bych chtěla upřímně poděkovat vedoucí mé bakalářské práce Ing. Marii Pasekové, Ph.D za možnost pracovat pod jejím vedením a za cenné rady a připomínky, které mi poskytovala v průběhu zpracování bakalářské práce.

Současně děkuji finančnímu řediteli Ing. Tomáši Mazalovi podniku Hedva, a.s. za svůj drahocenný čas a poskytnutí všech potřebných interních informací o firmě.

OBSAH

ÚVOD	8
I TEORETICKÁ ČÁST	10
1 FINANČNÍ A KAPITÁLOVÁ STRUKTURA	11
1.1 ZLATÉ BILANČNÍ PRAVIDLO.....	11
1.2 PRAVIDLO VYROVNÁNÍ RIZIKA	12
1.3 PARI PRAVIDLO	13
1.4 OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	13
1.5 EVA (ECONOMIC VALUE ADDED - EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA)	14
2 NÁKLADY KAPITÁLU	15
2.1 NÁKLADY DLUHU	15
2.2 NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU	16
2.2.1 Model CAPM	16
2.2.2 Stavebnicový model	17
2.2.3 Dividendový model	17
2.2.4 Odhad nákladů na vlastní kapitál na základě průměrné rentability	17
2.2.5 Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu	17
2.3 WACC (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL)	17
3 PŘEHLED ZDROJŮ FINANCOVÁNÍ PODNIKU	19
3.1 VLASTNÍ ZDROJE FINANCOVÁNÍ	20
3.2 CIZÍ ZDROJE FINANCOVÁNÍ.....	22
3.2.1 Úvěry.....	23
3.2.2 Leasing	23
3.2.3 Rezervy	24
3.2.4 Faktoring a forfaiting	24
3.2.5 Dluhopisy	24
3.2.6 Rizikový kapitál	25
4 FINANČNÍ ANALÝZA	26
4.1 HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA	27
4.2 ANALÝZA FONDŮ FINANČNÍCH PROSTŘEDKŮ	27
4.3 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	28
4.3.1 Ukazatele rentability	28
4.3.2 Ukazatele likvidity	28
4.3.3 Ukazatele zadluženosti.....	29
4.3.4 Ukazatele aktivity.....	29
4.4 SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	30
4.4.1 Altmanův index	30
4.4.2 Index IN05	31
4.5 PYRAMIDOVÁ SOUSTAVA UKAZATELŮ	31
II PRAKTICKÁ ČÁST	32
5 PŘEDSTAVENÍ PODNIKU HEDVA A.S.	33

5.1	ZÁKLADNÍ INFORMACE.....	33
5.2	PŘEDMĚT PODNIKÁNÍ	33
5.3	VÝROBNÍ SORTIMENT	34
5.4	VÝROBNÍ A OBCHODNÍ ČINNOST.....	34
5.5	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA	35
5.6	PERSONÁLNÍ A SOCIÁLNÍ OBLAST	35
5.7	HISTORICKÝ VÝVOJ SPOLEČNOSTI.....	36
5.8	STRATEGIE HOSPODÁŘSKÉ ČINNOSTI A HLAVNÍ CÍLE.....	37
6	ANALÝZA VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ	38
6.1	ODVĚTVOVÁ ANALÝZA	38
6.2	PEST ANALÝZA	38
6.3	PORTEROVA ANALÝZA 5 SIL	40
7	FINANČNÍ ANALÝZA	42
7.1	VÝVOJ MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY	42
7.2	ANALÝZA NÁKLADŮ A VÝNOSŮ	44
7.3	ANALÝZA PRACOVNÍHO KAPITÁLU.....	45
7.4	POMĚROVÉ UKAZATELE	46
7.4.1	Analýza zadluženosti	46
7.4.2	Ukazatele likvidity	47
7.4.3	Ukazatele rentability	48
7.4.4	Ukazatele aktivity.....	49
7.4.5	Rozklad ukazatele ROE	50
7.5	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	51
7.5.1	Altmanův index důvěryhodnosti (Z-skóre).....	52
7.5.2	Model „IN“ Index důvěryhodnosti.....	52
7.6	EVA (ECONOMIC VALUE ADDED – EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA).....	53
8	ANALÝZA KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODNIKU HEDVA, A.S.....	56
8.1	KAPITÁLOVÁ STRUKTURA HEDVA, A.S.....	56
8.2	KLASICKÉ TEORIE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY.....	57
8.2.1	Náklady cizího kapitálu.....	57
8.2.2	Náklady na vlastní kapitál.....	58
8.2.3	Průměrné náklady kapitálu (WACC).....	62
8.3	TEORIE ČTYŘ DIMENZÍ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODLE BREALYHO-MYERSE.....	62
8.4	TEORIE MODIGLIANIHO A MILLERA	63
9	SHRNUTÍ ANALYTICKÉ ČÁSTI	65
	ZÁVĚR	68
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	69
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	71
	SEZNAM OBRÁZKŮ	73
	SEZNAM GRAFŮ	74
	SEZNAM TABULEK.....	75
	SEZNAM PŘÍLOH.....	76

ÚVOD

Ve většině publikací se finanční řízení charakterizuje jako činnost, která se zabývá získáváním potřebného množství peněz a kapitálu ze zdrojů financování a jejich optimální užití s cílem maximalizace tržní hodnoty vlastního majetku firmy. Finanční řízení patří mezi důležité činnosti podniku. Vhodnost a dostupnost jednotlivých forem financování závisí na charakteru firmy z hlediska oboru působení, velikosti a historii firmy, finančním zdravím, marketingovém potenciálu a skladbě podnikových zdrojů. Každý podnik potřebuje určitý objem zdrojů, které využívá pro financování aktiv nutných k uskutečnění činnosti a také k překlenutí časového nesouladu mezi příjmy a výdaji pro průběžné a hladké zabezpečení svých hospodářských operací. Proces financování neznamená pouze zajištění potřebné výše kapitálu, ale především jde o to, aby byl zajištěn přírůstek hodnoty majetku a současně co nejnižší průměrné náklady na kapitál. Na základě toho, se vytváří optimální kapitálová struktura, jejíž nalezení je hlavním cílem této bakalářské práce.

Přehled o kapitálové struktuře k určitému datu podává rozvaha a spolu s výsledovkou tvoří dva základní finanční výkazy podniku. Management podniku se proto musí dobře umět orientovat ve svých podnikových bilancích, jež jsou výsledkem jeho činnosti. Dále musí plnit důležitou úlohu v průběžném opatřování kapitálu v potřebné výši a vhodné struktuře. Výběr vhodné kapitálové struktury a velikosti zdrojů financování podnikových aktiv není vůbec snadný proces. Je potřeba správně zvolit podíl cizího a vlastního kapitálu s ohledem na finanční riziko a správně zvolit zdroj cizího a vlastního kapitálu s ohledem na dostupnost. Mnohé podniky a to bez rozdílu velikosti, či typu, od rodinných až po velké průmyslové, upřednostňují financování vlastním kapitálem a drží si odstup od cizího kapitálu přesto, že by pro ně byl za určitých podmínek výhodnější.

Teoretická část, pomocí dostupné literatury, podává základní charakteristiku kapitálové a finanční struktury podniku. Uvedu zde možnosti financování podnikatelské činnosti související s vlastním a cizím kapitálem. V zájmu podniku je také vhodné sledovat určité faktory vypovídající o stavu, ve kterém se firma nachází v daném okamžiku. K tomu jsou nutné informace z účetních výkazů, jejichž prostřednictvím se vytváří analýzy jednak k posouzení výkonnosti podniku, a jednak pro potřeby řízení kapitálové struktury podniku.

V praktické části nejprve představím firmu Hedva, a.s. a zhodnotím její současnou situaci. Pomocí vybraných finančních ukazatelů rozeberu finanční výkonnost podniku, kterou budu dále srovnávat se situací v odvětví. Podstatou praktické práce bude analýza kapitálové

struktury, kde budu zjišťovat náklady podniku včetně průměrných nákladů na kapitál, přičemž pro stanovení nákladů vlastního kapitálu použiji metody a modely určené pro podniky neobchodované na kapitálových trzích. Závěrem této práce bude nalezení hlavních vlivů působících na finanční situaci firmy a stanovení optimální kapitálové struktury a formulace opatření vedoucích ke zlepšení momentálního stavu podniku.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 FINANČNÍ A KAPITÁLOVÁ STRUKTURA

Jedná se o takovou strukturu kapitálu, kterým podnik financuje svůj majetek. Nicméně mezi finanční a kapitálovou strukturou je nepatrný rozdíl, viz. Obrázek 1. Finanční struktura je přehledem pasiv v rozvaze, tedy hovoříme o vlastním kapitále a o dlouhodobých a krátkodobých cizích zdrojích, přičemž kapitálová struktura odpovídá pouze vlastnímu a dlouhodobému cizímu kapitálu. Kapitál dále členíme podle toho, zda byl nabyt úplatně či bezúplatně. [11]



Obrázek 1 Finanční a kapitálová struktura podniku [12]

Jinou definici kapitálové struktury uvádí Blaha a Jindřichovská: „Kapitálová struktura je mix dlouhodobých fondů používaných ve firmě.“[5]

1.1 Zlaté bilanční pravidlo

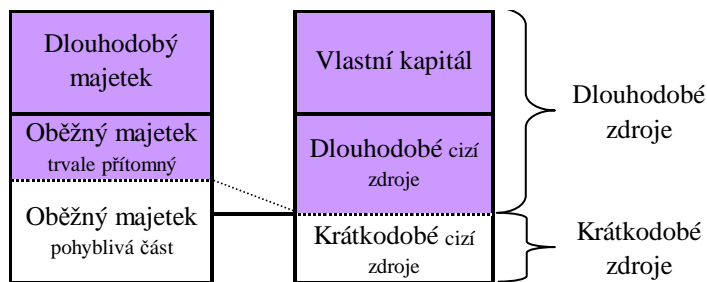
Finanční stability podnik dosáhne tehdy, jeli v souladu finanční a majetková struktura. Platí základní pravidlo, že dlouhodobý majetek by měl být financován dlouhodobými zdroji a krátkodobá aktiva naopak zdroji krátkodobými. [11]

Pojem čistý pracovní kapitál vyjadřuje tu část oběžného majetku, která je v podniku trvale přítomna. Proto je vhodné, aby podnik upřednostňoval jeho financování především dlouhodobým kapitálem. Vlastním kapitálem by firma měla krýt především takový dlouhodobý majetek, který představuje hlavní činnost podniku. Zbylý dlouhodobý majetek může firma financovat cizím kapitálem. Existují tři základní přístupy způsobu financování. První způsob nastane tehdy, kdy dlouhodobým kapitálem podnik financuje dlouhodobý majetek a čistý pracovní kapitál (trvalá část oběžného majetku), hovoříme o tzv. neutrálním přístupu. Podnik uplatňuje konzervativní přístup, jestliže své dlouhodobé zdroje použije i na pohyblivou část oběžného majetku, což je velice drahé, [11] „...tj. půjčí si dlouhodobý kapitál a nakoupí za něj zásoby, popřípadě pak povoluje svým odběratelům delší lhůty splatnosti. Tím jim poskytuje úvěr zdarma a to ze zdrojů, které jsou pro něj nákladné.“ [13] Poslední způsob financování je tzv. agresivní přístup. Tento způsob financování je doprovázen ní-

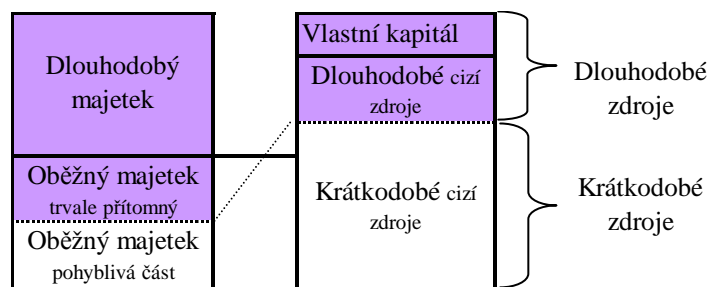
kými náklady avšak je zde riziko, že se podnik dostane do platební neschopnosti. Jelikož používá krátkodobé zdroje na krytí čistého pracovního kapitálu nebo dokonce dlouhodobých aktiv, [11] „...tj. z dodavatelského úvěru koupí stroj a doufá, že do měsíce vydělá na splacení.“ [13] Agresivní přístup většinou volí velké podniky, které využívají pozdního placení dodavatelských úvěrů a vybíráním záloh od odběratelů minimalizují své pohledávky vůči nim. [13]



Obrázek 2 Neutrální přístup financování [11]



Obrázek 3 Konzervativní přístup financování [11]



Obrázek 4 Agresivní přístup financování [11]

1.2 Pravidlo vyrovnání rizika

Pravidlo vyrovnání rizika vychází z doporučení, že vlastní zdroje by měly převyšovat zdroje cizí, přičemž musí být zároveň splněno zlaté bilanční pravidlo. Z toho důvodu by musel mít podnik více dlouhodobého majetku než oběžného. Otázkou je, zda lze pravidla skutečně uplatnit? Velká výrobní společnost, jejíž podíl stálých aktiv je značný, tyto oba poža-

davky může splnit. Malá výrobní firma má naopak větší podíl na oběžném majetku, tudíž je zde pravděpodobnost využívání více cizího kapitálu. Vlastník musí tedy rozhodnout, které kritérium bude upřednostňovat. Podstatou stability podniku by ale mělo být zlaté bilanční pravidlo. [13]

1.3 Pari pravidlo

Pravidlo navazuje na zlaté bilanční pravidlo a na jeho zpřesnění. Hovoří o takové výši vlastního kapitálu, kterého by mělo být méně než dlouhodobých aktiv, a tím se podniku naskytla možnost financovat své aktivity pomocí dlouhodobého cizího kapitálu. [13]

1.4 Optimalizace kapitálové struktury

Podstatou této práce je optimalizace kapitálové struktury podniku, tedy dlouhodobých zdrojů financování. Kapitálová struktura je optimální, jsou-li náklady na kapitál minimální. [11] Blaha a Jindřichovská ve své knize uvedli: „*Optimální kapitálová struktura je takový mix dlouhodobých fondů, které minimalizují celkový náklad kapitálu.*“ [5] Důležité faktory které ovlivňují kapitálovou strukturu jsou daně a náklady finanční tísně. Při určité výši zadlužení roste hodnota podniku. Musí se tedy zvážit vhodný poměr mezi cizím a vlastním kapitálem. Z pravidla platí, že si mohou podniky s vysokým zdanitelným příjmem a bezpečným hmotným majetkem dovolit vyšší zadlužení a naopak. [11]

Existuje řada teorií, které se zabývají problematikou posouzení optimální kapitálové struktury, z nichž každá na danou věc pohlíží z jiného úhlu pohledu. Mezi nejzákladnější přístupy k optimalizaci dlouhodobých zdrojů patří:

- Klasické teorie kapitálové struktury
- Teorie Modiglianiho a Millera
- Teorie čtyř dimenzí kapitálové struktury podle Brealeyho a Myerse
- Teorie indiferentní kapitálové struktury
- Teorie finanční páky

Podstata některých vybraných teorií bude formulována a aplikována při zpracování této praktické části.

1.5 EVA (Economic Value Added - ekonomická přidaná hodnota)

Za tvůrce ekonomické přidané hodnoty je považovaná firma Stern Stewart. V roce 1990 také vytvořila ukazatel hodnoty přidané trhem tzv. Market Value Added – MVA. O tři roky později se ukazatel EVA poprvé objevil v časopisu Fortune. Bere se zde v úvahu zisk ekonomický představující rozdíl mezi výnosy a ekonomickými náklady. Kromě účetních nákladů jsou zde na mysli náklady oportunitní. Ukazatel EVA se skládá ze tří základních hodnot: [6]

- NOPAT (čistý provozní zisk po zdanění)
- C (celkový investovaný kapitál)
- WACC (průměrné náklady kapitálu)

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (1)$$

$$EVA = EBIT * (1 - t) - WACC * C \quad (2)$$

EBIT...provozní zisk

t...sazba daně z příjmů právnických osob

Podnik zvyšuje hodnotu akciové společnosti, jeli hodnota ukazatele kladná. Tedy pokud je hodnota EVA větší než nula, pak podnik tvoří hodnoty pro své vlastníky. [6]

Koncept EVA v současnosti využívá mnoha firem, z českých podniků můžeme jmenovat hlavně Škoda Auto, Model Obaly. Ekonomická přidaná hodnota odstraňuje překážky ve vyjádření skutečných cílů podniku a použití nesprávných či odporujících ukazatelů. Prostřednictvím EVA je zajištěn takový systém řízení podniku, jehož lze využít na všech úrovních řízení. Pokud máme vyčíslena vstupní data pro EVA, je samotný výpočet poněkud snadný. Firmy se snaží o zjednodušení výpočtu EVA, aby tak obešly složité úpravy účetních výkazů i nesnadnému vyčíslení nákladů na kapitál. [11]

Jiný způsob výpočtu ekonomické přidané hodnoty podniků využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, který bude následně aplikován v praktické části.

2 NÁKLADY KAPITÁLU

Náklady kapitálu vyjadřují minimální výnos, který musí příslušný kapitál přinést, aby byl přijat. „*Tvoří pomyslnou laťku, která určuje přípustný výnos každé investice.*“ [5]

Náklady financování jsou závislé na:

1. ekonomických faktorech
2. podmínkách na kapitálovém trhu
3. firemních podnikatelských a finančních rozhodnutích
4. objemu financování [5]

Nabídka a poptávka po peněžních prostředcích a inflace určují bezrizikovou sazbu. [5]

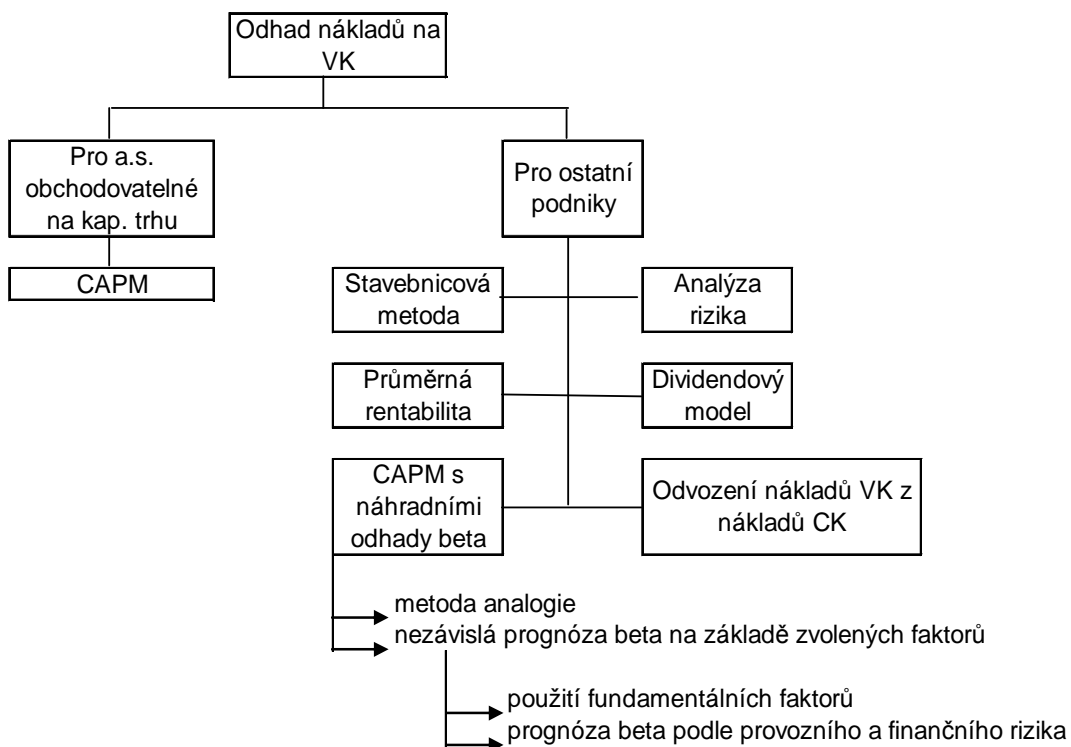
Dále cenu kapitálu určuje doba jeho splatnosti a riziko z pohledu uživatele i věřitele. Platí základní pravidlo, že čím delší je doba splatnosti určitého druhu kapitálu, tím vyšší cena – tedy úrok se musí za něj zaplatit. To samé platí i pro riziko, které podstupuje věřitel. Čím více je kapitál rizikovější, tím vyšší úrok za daný kapitál požaduje. Za nejlevnější kapitál považujeme krátkodobý cizí kapitál a nejdražší základní akciový kapitál, jelikož u něj akcionáři podstupují vyšší riziko. Výplata dividendy není vždy jistá, proto za něj akcionáři požadují vyšší úrok. Navíc dividendy v rámci zákona nelze uplatňovat jako odčitatelnou položku pro účely daňového zvýhodnění. Pro uživatele však je akciový kapitál z hlediska riskantnosti nejbezpečnější zdrojem financování, jelikož zde je neomezená doba splatnosti bez nutnosti splácet pravidelné úrokové platby. [16]

2.1 Náklady dluhu

Jedná se o takové náklady kapitálu, které podnik získal prostřednictvím bankovního úvěru, nebo-li emisí dluhopisů. Z pravidla hovoříme o úrocích, které ukládají podniku povinnost jejich hrazení věřitelům. Úroky jsou položkou snižující daňový základ, tedy umožní úsporu na daních z příjmů. Tento efekt nazýváme daňový štít. [10] Cena kapitálu cizího je ovlivněna systémem zdanění podniku. [16] Náklady cizího kapitálu je poněkud jednodušší vyčíslit než je tomu u nákladů na vlastní kapitál. Podklady pro výpočet získáme hlavně z pasivní části rozvahy a to z položek běžných a dlouhodobých bankovních úvěrů, dluhopisů, finančních výpomocí. Neúročená pasiva nejsou zahrnována do cizího kapitálu, zejména se jedná o závazky vůči dodavatelům a rezervy. Na druhou stranu nesmíme opomenout mimorozvahové položky jako např. leasing. [11]

2.2 Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu vyjadřují minimální výnos, který požadují akcionáři za podstoupení určitého stupně rizika. Jejich stanovení je poměrně složitější než u nákladů na cizí kapitál. Existují různé způsoby výpočtu, které napomáhají při rozhodování o tvorbě optimální kapitálové struktury, viz. obrázek 5.



Obrázek 5 Přístupy k odhadu nákladů na vlastní kapitál [12]

2.2.1 Model CAPM

Model CAPM (capital assets pricing) vznikl již v šedesátých letech pro potřeby rozhodování investorů. Pomocí této metody lze určit výnosovou míru cenného papíru očekávanou investory, což považujeme za náklady vlastního kapitálu. [9] Model zahrnuje koeficient β , který vyjadřuje míru specifického tržního rizika prostřednictvím poměření akcie podniku na změny tržního portfolia. Dále pokud chceme tento model použít, musíme znát bezrizikovou úrokovou míru a rizikovou prémii. Jestliže nemůžeme určit hodnotu β koeficientu, lze využít metodu CAPM s náhradními odhady β . Ta se dále rozlišuje na metodu analogie a nezávislou prognózu β .

Metoda analogie – zde se použije β za určité odvětví nebo β podobných podniků, které jsou obchodovány, přičemž u této metody zohledníme kapitálovou strukturu na β ,

Nezávislá prognóza – využívá fundamentálních faktorů či analýzy provozního a finančního rizika. [11]

2.2.2 Stavebnicový model

Především pro menší podniky je vhodné využít stavebnicový model, který vychází z analýzy jednotlivých druhů rizika podniku. Jeho výpočet spočívá v připočítávání přírážek za různé druhy rizika k aktuální výnosnosti bezrizikových cenných papírů. Za rizika považujeme např. sníženou likviditu či předluženost. [10]

2.2.3 Dividendový model

Následující model předpokládá, že hodnota akcie je určena současnou hodnotou budoucích výnosů z akcie, přičemž výnosy (budoucí příjmy) jsou tvořeny dividendami, které se vyplácí v jednotlivých letech za prodejní cenu a to na konci doby držení akcie. [10]

Dividendový model lze využít, pokud podnik vyplácí dividendy a pokud podnik zastává stabilní dividendové politiky. [11]

2.2.4 Odhad nákladů na vlastní kapitál na základě průměrné rentability

Podstatou této metody je zjištění průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví. V českých ekonomických podmínkách není tato metoda příliš vhodná, jelikož často dochází k daňové optimalizaci. Výhodou naopak je snadnější dostupnost údajů o rentabilitě. [11]

2.2.5 Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu

Metoda předpokládá, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady dluhu. Je to mu tak, že vlastník podstupuje větší riziko než věřitel a proto požaduje i vyšší výnos. Určitý odhad nákladů na vlastní kapitál tedy dostaneme, když k nákladům na cizí kapitál přirazíme několik procentních bodů. [11]

2.3 WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Vážený průměr na kapitál bere v úvahu náklady zdaněné a v aktuální výši. Firma může při platbě úroků realizovat výhody z použití tzv. daňového štítu. V praxi se metoda WACC používá pro posouzení investičního projektu případně jeho přijetí a pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je též nutné určit náklady na kapitál.

Vážené průměrné náklady na kapitál zjistíme podle následujícího vzorce: [6]

$$WACC = n_{CK} * (1 - t) * \frac{CK}{C} + n_{VK} * \frac{VK}{C} \quad (3)$$

Kde:

n_{CK} ...náklady cizího kapitálu

n_{VK} ...náklady vlastního kapitálu

t ...daňová sazba

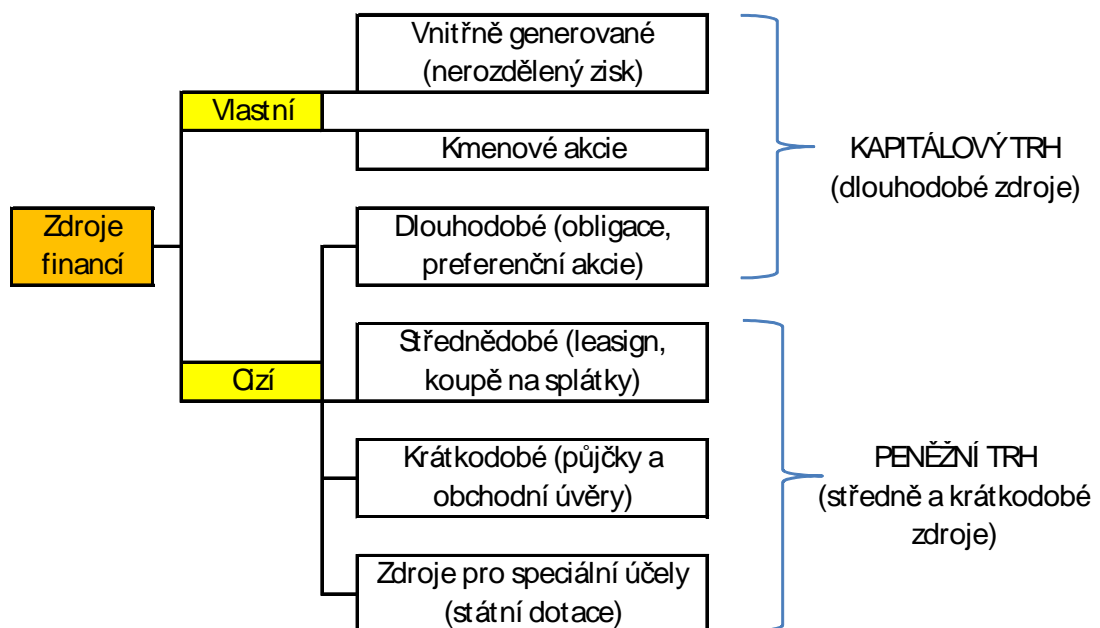
CK ...cizí kapitál

VK ...vlastní kapitál

C ...celkový kapitál

3 PŘEHLED ZDROJŮ FINANCOVÁNÍ PODNIKU

Finanční zdroje můžeme považovat za podnikový kapitál, který společnost získá prostřednictvím svých výrobků a služeb, popř. navýšením dluhu. [16] P. Kolář klasifikuje finanční zdroje podle peněžních a kapitálových trhů, viz Obrázek 6.



Obrázek 6 Klasifikace finančních zdrojů [7]

Za peněžní trhy můžeme považovat tzv. mezibankovní trhy. Mezi hlavní účastníky patří banky, místní správy, stavební spořitelny a průmyslové a obchodní firmy. Kapitálových trh je určité místo, na němž se setkávají potenciální věřitelé nebo investoři s potenciálními dlužníky, kteří obchodují s cennými papíry, jejichž doba životnosti je delší než jeden rok. [7]

Dále můžeme zdroje financování rozlišovat podle toho, zda je podnik získal ze vnějších či vnitřních zdrojů (tzv. samofinancování).

Základní přehled externích zdrojů financování:

- **akciový kapitál** – původní vklady vlastníků a jejich zvyšování,
- **dodavatelské či dlouhodobé bankovní úvěry,**
- **krátkodobé bankovní úvěry** – firma jich využívá pro financování části oběžného majetku nebo v případě okamžité potřeby finančních prostředků,
- **vklady dalších subjektů, kteří se účastní financování projektu,**

- **emise dluhopisů (obligací),**
- **subvence a dary** – jedná se o zdroje poskytnuté ze státního rozpočtu či ze specializovaných fondů,
- **finanční leasing** – pronájem dlouhodobého majetku s možností jeho následného odkupu,
- **rizikový kapitál (venture capital)** – navýšení základního kapitálu a dlouhodobého úvěru pro financování rizikových projektů. [4]

Interní zdroje financování

- **Nerozdělený zisk** – jedná se o takový zisk po zdanění, který podnik vytvořil v minulosti a nepoužil jej na výplatu dividend a podílů na zisku,
- **Odpisy a přírůstky rezerv** – patří mezi nákladové položky a nepovažujeme za výdaje,
- **Odprodej některých složek dlouhodobého majetku** – zejména toho, který se minimálně využívá a současně vynaložené náklady na něj jsou většinou vyšší než realizované výnosy, tudíž jeho prodejem firma získá finanční prostředky pro efektivnější projekty,
- **Snížení oběžných aktiv** – a to především zásob a pohledávek. Jestliže zásoby nebo pohledávky přesáhly optimální hranici jejich výše, jejich snížením firma může získat zdroje, které využije pro financování jiných činností. [4]

3.1 Vlastní zdroje financování

Jde o zdroje, jejichž vlastníkem je daný podnik. Patří sem zejména:

- Počáteční vklady vlastníků
- Odpisy hmotného a nehmotného majetku
- Výnosy z prodeje nebo likvidace dlouhodobého majetku a zásob
- Zisk vytvořený ve firmě
- Rezervní fondy
- Ostatní vlastní zdroje [18]

Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu je chápán jako určitá jistota či nezávislost podniku. Jeho hodnota se v jednotlivých obdobích mění a to v závislosti na výsledku hospodaření.

Výnosy z prodeje či likvidace a odpisy nejsou uvedeny v rozvaze, jelikož jsou již obsaženy v položkách zisku, nicméně odpisy obzvláště považujeme z hlediska objemu za nejdůležitější vlastní zdroje. Na počátku podnikání je nejčastějším způsobem financování především z vlastních zdrojů, jelikož není podnik natolik efektivní, aby získal potřebný cizí kapitál. [18]

Počáteční vklady vlastníků představují základní kapitál podniku a skládá se z peněžních i nepeněžních vkladů. V akciové společnosti základní jmění vzniká vydáním akcií. Zvyšuje se buď vydáním nových akcií nebo zvýšením nominální hodnoty dříve emitovaných akcií, nebo přiděly z nerozděleného zisku. Vlastní kapitál se snižuje pouze do výše základního kapitálu. [15]

Akcie jsou rozlišovány podle práv, která jsou s nimi spojena. Kmenové akcie patří mezi nejvíce rozšířené. Držením této akcie je spojeno hlasovací právo a kontrola o další akcionáře ve firmě. Vydáním prioritních akcií nevznikají jejich majitelům hlasovací práva, ale přednostní nárok na výnos z akcie. Výhodou akcií je, že nemají pevnou dobu splatnosti, přičemž jejich nevýhoda představuje vyšší náklady na jejich emisi, než je tomu u dluhopisů. [17]

Odpisy nejsou považovány za nově vytvořené zdroje financování, ale chápeme je jako peněžní vyjádření opotřebování hmotného či nehmotného dlouhodobého majetku. Pro firmu znamenají stabilní příjem. V příslušném období, kdy podnik nakoupí určitý hmotný nebo nehmotný dlouhodobý majetek, si může do nákladu zahrnout pouze část z ceny majetku, která představuje výši odpisů. Je však důležité zdůraznit, že odpisy samy osobě nezajistí rozvoj podniku. Financování pouze prostřednictvím odpisů způsobuje určitou reprodukci majetku, ne však rozvoj. [18]

O samofinancování hovoříme tehdy, kdy jako zdroj financování je použit zisk, přičemž nevznikají náklady na cizí zdroje, neroste objem dluhu, a tím ani finanční riziko. Další výhodou je jeho použití při financování rizikových projektů, pro které firma nesnadno opatřuje cizí kapitál. Zisk však nepovažujeme za stabilní zdroj jako to je u odpisů, jelikož se musí nejprve v dostatečné výši vytvořit. [17]

Do vlastních zdrojů též řadíme rezervní fondy, jejichž zdrojem je disponibilní zisk. Slouží pro krytí ztrát, které mohou případně firmě nastat. Existují dva typy rezervních fondů a to fondy vytvářené povinně ze zákona a dobrovolně vytvářené. Zákonný rezervní fond poprvé akciová společnost tvoří ve výši nejméně 20 % ze zisku, ne však více než 10 % hodnoty základního kapitálu. Následující roky se do fondu doplňují další částky, nejméně je stanoveno 5 % ze zisku do dosažení výše rezervního fondu a to minimálně 20 % základního kapitálu. [18]

Kapitálové fondy tvoří emisní ážio a ostatní kapitálové fondy. Emisní ážio je rozdíl mezi nominální hodnotou akcie a jejím vyšším emisním kurzem, a jak již z názvu vyplývá, vzniká při emisi akcií. Dary, dotace a subvence od státu, místních organizací nebo zahraničních poskytovatelů považujeme za zdroje ostatních kapitálových fondů. Dotace představují nenávratné zdroje financování, prostřednictvím nichž stát podporuje aktivity pro splnění jeho záměrů. Existují dotace přímé a nepřímé. Přímými dotacemi se podniku navýší příjmy formou intervenčních cen, exportních dotací či investičních dotací. O nepřímých dotacích hovoříme tehdy, zda jsou použity na snížení výdajů podniku. Mezi tyto výdaje řadíme daňové úlevy, bezúročné půjčky nebo půjčky se sníženou úrokovou sazbou, státní záruky úvěrů, bezplatné poradenství a poskytování výhodných státních objednávek. [11]

3.2 Cizí zdroje financování

Tyto zdroje nemá podnik ve svém vlastnictví a během určitého časového horizontu je bude muset navrátit majiteli, přičemž nemusí být totožné s tou formou, v jaké byly půjčeny.

V rozvaze se člení na:

- Rezervy
- Dlouhodobé závazky
- Krátkodobé závazky
- Bankovní úvěry a výpomoci
- Ostatní pasiva [18]

Důvody použití cizího kapitálu:

- podnik v daném období nedisponuje dostatečně velkým kapitálem, např. při rozšiřování podniku,

- poskytovateli cizího zdroje nevznikají žádná práva v přímém řízení podniku,
- nutnost překlenout časový nesoulad mezi příjmy a výdaji,
- z pravidla platí, že cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní a většinou zvyšuje rentabilitu podnikání. [17]

Negativní stránky cizího kapitálu:

- cizí zdroj způsobuje snížení finanční stability podniku, tzn. že roste jeho zadluženost,
- čím více se podnik zadlužuje, tím více je pro něj další dluh dražší, jelikož se poskytovatelé cizího kapitálu pojišťují proti možnému riziku,
- je zde omezená doba splatnosti, kterou musí management podniku respektovat,
- poskytovatelé úvěrů někdy vyžadují zajištění dluhu majetkem firmy, čímž hrozí firmě ztráta kontroly nad vlastnictvím zastaveného majetku. [17]

3.2.1 Úvěry

Podstatou úvěru je nenávratnost peněžních prostředků, zboží či služeb, kdy věřitel poskytne určité peněžně vyjádřené hodnoty a dlužník se zavazuje k jejich splacení v předem stanovené době. [17] V mnoha literaturách se můžeme setkat s různými klasifikacemi úvěrů. Obecně úvěry členíme na finanční a obchodní. Finanční úvěry se zaměřují na poskytnutí peněžních prostředků a dále je můžeme rozlišit podle doby splatnosti na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé. S obchodním úvěrem se nejčastěji setkáme při obchodním styku. [17]

3.2.2 Leasing

Leasing patří v současnosti mezi oblíbené zdroje financování. Jedná se o specifický druh financování za účelem získat výrobní nebo jiné zařízení, přičemž podnik nemusí okamžitě platit plnou cenu tohoto zařízení. [18] V leasingové operaci vystupují tři subjekty: nájemce, leasingová společnost a dodavatel. Leasingová společnost na základě kupní smlouvy přebírá do svého vlastnictví předmět leasingu od dodavatele. Následně pronajímatel uzavřela leasingovou smlouvu s firmou (nájemcem). [17]

Existují tři nejčastější formy leasingu:

- **operativní** – po skončení nájemní smlouvy zůstává majetek ve vlastnictví leasingové společnosti. Doba pronájmů je zpravidla kratší než u finančního leasingu. Pro operativní leasing je charakteristické, že pronajatý majetek zahrnuje servis, smlouva je uzavřena na kratší dobu než je životnost majetku, přičemž firma nemusí uhradit cenu majetku a může ukončit smlouvu před sjednanou dobou.
- **finanční leasing** – smlouva zde není vypověditelná, není zde poskytnut servis a musí být uhrazená plná cena majetku. Po ukončení nájemní smlouvy přechází majetek do vlastnictví firmy.
- **prodej a zpětný leasing** - firma prodá svoje zařízení leasingové společnosti a následně ho od ní pronajme. Podnik si tímto způsobem zajišťuje likviditu. [17]

3.2.3 Rezervy

Rezervy představují pro firmu budoucí závazky. Jedná se tedy o peněžní sumu, kterou v budoucnu podnik vydá na platbu např. oprav hmotného majetku. Snižují výši disponibilního zisku, jelikož je podnik zadržuje pro případná rizika. Rezervy jsou také charakteristické tím, že nevíme výši budoucího výdaje nebo kdy vůbec tyto výdaje nastanou. [18]

3.2.4 Faktoring a forfaiting

Faktoring a forfaiting představují odkup pohledávek faktoringové společnosti. Faktoring poskytuje firmám hotovost, kterou nutně potřebují ke své činnosti a rozvoji. Podstatou je, že podnik prodá zboží jinému podniku a současně vystaví fakturu na dobu splatnosti. Prodávající firma se může rozhodnout, zda bude čekat, až odběratel zaplatí fakturu nebo se obrátí na faktoringovou společnost, která dodavateli okamžitě pohledávku proplatí. V případě faktoringu hovoříme o postoupení pohledávek zejména krátkodobých.

Forfaiting je jeden ze způsobů střednědobého a dlouhodobého financování vývozních úvěrů. Jedná se o odkup pohledávek, které jsou zajištěny zejména bankovní zárukou, akreditivem, směnkou s bankovním ručením. [14]

3.2.5 Dluhopisy

Dluhopis je cenný papír, který zavazuje jeho emitenta zaplatit dlužnou částku včetně úroků majiteli ve stanovené době. Výhodou dluhopisu je, že zde působí tzv. daňový štít. Úroky

představují náklady, které může podnik uplatnit pro účely zdanění. Dále jeho vydáním podnik neztrácí svou kontrolu nad vedením organizace. [17]

V České republice je tento finanční instrument využíván méně než je tomu například u bankovních úvěrů. Existují k tomu dva důvody: komplikovaná daňová problematika a vysoké emisní náklady. Emise je uskutečňována prostřednictvím služeb oprávněných obchodníků z cennými papíry nebo si emisi zajišťuje podnik sám. [15]

3.2.6 Rizikový kapitál

Do cizího externího kapitálu řadíme i tzv. venture capital. Jedná se o investice do podniků, které nejsou obchodovány na veřejných trzích. Fond venture capital vstoupí do podniku a zvýší se mu základní kapitál, čímž firma získá potřebný kapitál. [15]

Investor, mimo poskytnutí kapitálové investice, s sebou zároveň přinese odborné znalosti a zkušenosti a pomůže firmě k jejímu rozvoji. Nevýhodou tohoto způsobu financování je, že rizikový investor se většinou stává menšinovým společníkem. Na druhou stranu ponechává běžné provozní záležitosti firmě a zabývá se pouze strategickými otázkami. [18]

4 FINANČNÍ ANALÝZA

Každá literatura nalézá různá pojetí a přístupy pro definici finanční analýzy a neoptimálnější kapitálové struktury. Podnik musí brát ohledy na svou finanční situaci a přihlídnout na různé faktory a ukazatele.

Finanční analýza zachycuje finanční situaci podniku, snaží se zaměřit na určité složky a následně dospět k závěrům o celkovém hospodaření podniku. Finanční analýza je zaměřena na minulost, současnost a předpokládá budoucnost určitého vývoje hospodaření. Nejdůležitějším nástrojem finanční analýzy jsou poměrové ukazatele. Za hlavní zdroj informací zde považujeme účetní závěrku, jejíž součástí je rozvaha, výkaz zisků a ztráty a příloha. Mezi hlavní uživatele finanční analýzy patří: investoři, manažeři, obchodní partneři, zaměstnanci, banky a jiní věřitelé, stát a jeho orgány. [3]

Existují určité postupy při provádění finanční analýzy. Je potřeba vymezit jednotlivé kroky a stanovit co je potřeba vykonat. Stanovit tedy cíle finanční analýzy, zdroje informací, které by měly být ověřeny, dále zvolit vhodné metody pro analýzu, jejich následné použití a výpočet ukazatelů, v neposlední řadě vyhodnocení výpočtů, provést závěrečná shrnutí a stanovit doporučení, které by měly přispět k žádoucímu stavu do budoucnosti. [8]

Metody finanční analýzy jsou především elementární (základní) a vyšší. Jiné literatury mohou uvádět i různé přístupy ke klasifikaci metod pro vymezení ukazatelů, příkladem je Tabulka 1.

Ukazatele					
Extenzivní (objemové) – E_t				Intenzivní (relativní)	
stavové	rozdílové	tokové	nefinanční	stejnorodé	nestejnorodé
- položky aktiv	- čistý prac. kapitál	- cash-flow		- procentní	- doby obratu
- položky pasiv	- čistý peněžní majetek	- položky výsledovky		- vztahové	- rychlostní
	- čisté pohotové prostředky	- trendy extenzivních ukazatelů			- ostatní

Tabulka 1. Vymezení ukazatelů [8]

4.1 Horizontální a vertikální analýza

Jedná se o tzv. absolutní ukazatele

Horizontální analýza představuje analýzu trendů nebo také analýzu po řádcích. V časové posloupnosti porovnává změny položek v rozvaze a výkazů zisku a ztrát. Může také odhadnout budoucí vývoj ukazatelů. [9]

$$\begin{aligned} \text{absolutní změna} &= \text{ukazatel}_t - \text{ukazatel}_{t-1} \\ \text{procentní změna} &= \frac{\text{absolutní změna} \cdot 100}{\text{ukazatel}_{t-1}} \end{aligned} \quad (4)$$

Vertikální metoda se nazývá také jako procentní rozbor komponent nebo strukturální analýza, jelikož položky ve výkazech vyjadřuje jako procentní podíl k hlavní základně. Např. jaký procentní podíl mají zásoby na celkovém oběžném majetku. Postup výpočtu:

$$P_i = \frac{B_i}{\sum B_i} \cdot 100 \quad (5)$$

Kde P_i = podíl i-té položky (v%)

B_i = velikost i-té položky

$\sum B_i$ = souhrn položek

i = pořadové číslo položky [8]

4.2 Analýza fondů finančních prostředků

Tento fond zde není považován za zdroj krytí aktiv, nýbrž za rozdíl mezi položkami aktiv a pasiv. Do těchto fondů řadíme především čistý pracovní kapitál, čisté pohotové prostředky a čisté peněžně pohledávkové finanční fondy. Rozdílové ukazatele chápeme jako významné indikátory platební schopnosti, které jsou vyjádřeny v absolutních hodnotách, tedy v peněžních jednotkách. [9]

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobá pasiva} \quad (6)$$

$$\text{Čisté pohotové prostředky} = \text{pohotové peněžní prostředky} - \text{okamžitě splatné závazky} \quad (7)$$

4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou považovány za základní metodický nástroj finanční analýzy. Ukazatele se zpravidla člení do čtyř skupin : ukazatele rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti. Existuje řada dalších poměrových ukazatelů.

4.3.1 Ukazatele rentability

Pod pojem rentabilita můžeme chápat jako výnosnost vloženého kapitálu. Vyjadřuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje za dané období. Jedná se o poměr mezi výstupem z kapitálu a vstupem, tedy vloženým kapitálem. Z pohledu vlastníků využíváme ukazatele rentability vlastního kapitálu (ROE). Celkovou výkonnost podniku hodnotí rentabilita vloženého kapitálu (ROA). Ziskové rozpětí měří rentabilita tržeb (ROS) a vyjadřuje kolik zisku připadá na 1 Kč tržeb. [8]

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \text{EBIT} / \text{celková aktiva} \quad (8)$$

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \text{EBT popř. EAT} / \text{vlastní kapitál} \quad (9)$$

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \text{zisk} / \text{tržby} \quad (10)$$

4.3.2 Ukazatele likvidity

Likvidita je specifická vlastnost podniku hradit v čas za své závazky. Solventnost pak představuje bezprostřední platební schopnost podniku, tj. hradit k určitému dni splatnosti. Obecně je tento ukazatel vyjádřen poměrem - čím je možno platit a co je nutno platit. Likvidita je členěna do tří stupňů: běžná, která je nejméně přesná; pohotová likvidita, která bere v úvahu pouze peněžně pohledávkové fondy; a okamžitá, která představuje hrazení závazků z okamžitých zdrojů. [3]

$$\text{Běžná likvidita (3. stupeň)} = \text{oběžná aktiva} / \text{krátkodobá pasiva} \quad (11)$$

Interpretace: kolikrát převyšuje oběžný majetek krátkodobé cizí zdroje

Doporučená hodnota: 1,5 – 2,5

$$\text{Pohotová likvidita (2. stupeň)} = \text{krátkodobý fin. majetek} + \text{krát. pohledávky} / \text{krát.záv.} \quad (12)$$

Doporučená hodnota: 0,5 – 1,5

$$\text{Okamžitá likvidita (1. stupeň)} = \text{krátkodobý fin. majetek} / \text{krát. závazky} \quad (13)$$

Doporučená hodnota: 0,2 – 0,5

4.3.3 Ukazatele zadluženosti

Jedná se o skupinu ukazatelů, která hodnotí finanční stabilitu poměrem cizích pasiv a celkových zdrojů podniku. V dnešních podmínkách není výjimkou financovat podnik výhradně cizím kapitálem, což představuje velké riziko destabilizace podniku. Nejenom že bude pro firmu obtížné získávat nové cizí zdroje, nýbrž také toto získávání bude podléhat vysokým nákladům. Proto je potřeba stanovit optimální zadluženost podniku na základě různých kritérií. Optimální využití cizích zdrojů působí jako tzv. efekt finanční páky a daňového štítu.

První skupina ukazatelů vychází z údajů rozvahy resp. pasiv, položky pasiv se dávají do vzájemných vztahů, mezi základní výpočty patří:

$$\text{Celková zadluženost} = \text{cizí kapitál} / \text{aktiva} \quad (14)$$

$$\text{Ukazatel podílu cizího kapitálu (míra zadluženosti)} = \text{cizí zdroje} / \text{vlastní kapitál} \quad (15)$$

$$\text{Ukazatel finanční páky} = \text{celková aktiva (pasiva)} / \text{vlastní kapitál} \quad (16)$$

$$\text{Koeficient samofinancování} = \text{vlastní jmění} / \text{celková aktiva} \quad (17)$$

Druhá skupina ukazatelů vyjadřuje schopnost podnik hradit náklady z cizího kapitálu ze svého provozního zisku. Existuje řada ukazatelů, nejdůležitější je však úrokové krytí a doba splácení dluhu. Čím vyšší je hodnota úrokové krytí, tím má podnik větší možnost splácet své dluhy. Doba splácení dluhu představuje časový horizont, za který je podnik schopen hradit cizí zdroje ze svých prostředků. [8]

$$\text{Úrokové krytí} = \text{zisk (EBIT)} / \text{nákladové úroky} \quad (18)$$

$$\text{Doba splácení dluhu} = \text{CF} / [(\text{cizí zdroje} - \text{rezervy}) / 360] \quad (19)$$

4.3.4 Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele může označit za skupinu ukazatelů obratovosti, která určuje vázanost kapitálu v možných podobách aktiv. Jejich smyslem je zjistit, kolikrát se majetek podniku přemění v peněžní formu. Čím je tato doba kratší, tím většího zisku firma dosáhne. Vypočtené hodnoty tedy vyjadřují délku provozního cyklu nebo dobu úhrady pohledávek či závazků. Poměříme vždy položku aktiv (většinou oběžný majetek) s údajem o tržbách. Tržby jsou konečnou položkou provozního cyklu podniku. Významný rozdíl v interpretaci je mezi dobou obratu a obratovostí. Doba obratu se vyjadřuje ve dnech, přičemž obratovost (rych-

lost obrátu) představuje kolikrát se nám aktiva obrátí. U obratovosti očekáváme, že vyšší hodnota je pro podnik příznivější, naopak je to u doby obrátu. [8]

$$\text{Doba obrátu aktiv} = (\text{aktiva} / \text{tržby za období}) * \text{počet dní v roce (360)} \quad (20)$$

$$\text{Rychlost obrátu aktiv} = \text{tržby za období} / \text{aktiva} \quad (21)$$

4.4 Souhrnné ukazatele

Ve finanční analýze byly vyvinuty modely, které upřesňovaly finanční situaci podniku. Tyto modely se vyjadřovaly prostřednictvím souhrnného indexu na základě jednoho čísla. Existují zde bankrotní a bonitní indikátory. Bankrotní jsou určeny pro věřitele, pro něž je důležité zjistit schopnost splácet své dluhy. Bonitní indikátory se naopak zaměřují především na investory a vlastníky. Mezi nejpoužívanější souhrnné ukazatele patří: Altmanova analýza tzv. Z-skóre a Index IN05. Altmanův index zahrnuje pět ukazatelů a to rentabilitu, zadluženost, likviditu i strukturu kapitálu. Dále se Altmanův index rozlišuje pro podniky neobchodovatelné a obchodovatelné na kapitálovém trhu. S ohledem na české podmínky byl vytvořen index IN05, který se řadí mezi bankrotní indikátory, ale zahrnuje také význam vlastníka. Hlavní nevýhodou těchto indexů je to, že nezjistíme příčiny problémů podniku, protože jeho situace je zahrnuta do jednoho čísla. [13]

4.4.1 Altmanův index

Altmanův index pro neobchodovatelné podniky:

$$Z - \text{skóre} = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,42 * X_4 + 0,998 * X_5 \quad (22)$$

kde X_1 – čistý pracovní kapitál / aktiva

X_2 – nerozdělený zisk minulých let / aktiva

X_3 – EBIT / aktiva

X_4 – vlastní kapitál / cizí zdroje

X_5 – tržby / aktiva [13]

Altmanův index pro obchodovatelné podniky:

$$Z - \text{skóre} = 1,2 * X_1 + 1,4 * X_2 + 3,3 * X_3 + 0,6 * X_4 + 1 * X_5 \quad (23)$$

kde index X_4 – tržní hodnota vlastního kapitálu / účetní hodnota celkových závazků [13]

4.4.2 Index IN05

$$\begin{aligned} \text{IN05} = & 0,13 * \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,04 * \frac{\text{EBIT}}{\text{náklad.úroky}} + 3,97 * \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}} + 0,21 * \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva}} + \\ & + 0,09 * \frac{\text{oběžná aktiva}}{(\text{krát.závaz.} + \text{krát.ban.úv.})} \end{aligned} \quad (24)$$

[13]

4.5 Pyramidová soustava ukazatelů

Na základě schématu je souhrnně vykonstruováno několik charakteristik finanční situace podniku. Pyramidová soustava je vytvořena prostřednictvím poměrových ukazatelů. [8] Vycházíme z vrcholového ukazatele, který následně rozložíme na ukazatele dílčí. Za vrcholový ukazatel považujeme rentabilitu, které je také komplexním, syntetickým ukazatelem a ukazatelem efektivity podniku. Finanční analytik se dále zajímá o faktory, které zapříčinily změny rentability, což zajišťuje samotných rozklad jednotlivých ukazatelů. [3] Do pyramidových soustav řadíme tzv. Du Pontův rozklad. Tento rozklad je založen na principu rentability vlastního kapitálu (ROE). [8] Název vyplývá ze stejnojmenné nadnárodní chemické společnosti Du Pont de Numero. Du pont systém finanční analýzy je též znám pod pojmem pyramidový rozklad rentability na ukazatele dílčí a příčinné. Systém ukazatelů Du Pont vychází z následující rovnice:

$$\text{ROA} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} * \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{aktiva}} \quad (25)$$

Což vyjadřuje:

ROA = rentabilita tržeb x obrat celkových aktiv = výnosnost celkových aktiv

Platí: ROE = ROA a aktiva rovná se vlastní kapitál, jestliže podnik využívá pouze vlastní kapitál.

$$\text{ROE} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} * \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} * \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (26)$$

výnosnost vlastního kapitálu = rentabilita tržeb x obrat celkových aktiv x finanční páka [3]

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 PŘEDSTAVENÍ PODNIKU HEDVA A.S.

Akciová společnost Hedva Moravská Třebová byla založena k 1.10.1993 ze státního podniku Hedva, který vznikl již v roce 1949. Hlavní výrobní a prodejní sortiment Hedvy tvoří hedvábnická metráž a hedvábnické kusové výrobky na bázi umělého, syntetického a polyesterového hedvábí. Firma také zajišťuje výrobu a prodej galanterních výrobků, nití a přízí a kusovou výrobu kravát a šátků. Dnes tvoří Hedvu tři závody a ředitelství společnosti v okrese Svitavy a Bruntál, přičemž hlavní sídlo firmy je v Moravské Třebové. V sídelním místě působí závod, který zajišťuje výrobu a úpravu hladkých hedvábnických tkanin. V Rýmařově je výroba zaměřena na rezné žakarské tkaniny. Dále se závod zabývá konfekcí kravát a afrických šátků a ostatních kusových výrobků. Příze a nitě jsou vyráběny v odštěpném závodě Šumperk.

5.1 Základní informace

Firma: Hedva, a. s.

Sídlo: 571 21 Moravská Třebová, Předměstí, Na Stráni 572/6

Právní forma: akciová společnost

Identifikační číslo: 48171565

DIČ: CZ48171565

Bankovní spojení: ČS, Komerční centrum Plzeň, číslo účtu 680042/0800

Základní kapitál: 741 000 tis. Kč, splaceno v celém rozsahu

Akcie: 741 000 akcií na majitele v listinné podobě, veřejně neobchodovatelné, bez omezení převoditelnosti, ve jmenovité hodnotě á 1000 Kč, ISIN CZ 0005089151

Největším vlastníkem Hedva a.s. je společnost **com/tech INTERNATIONAL, spol. s r.o.**

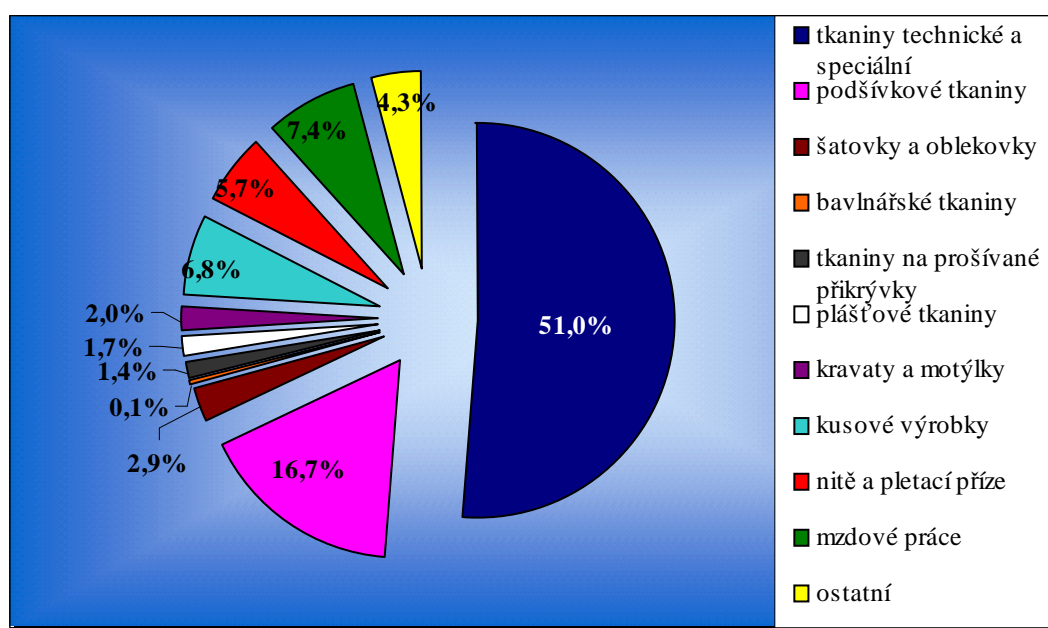
5.2 Předmět podnikání

- výroba a prodej textilního zboží
- výroba a prodej nití, přízí a mlýnských sít
- pronájem garáží a odstavné plochy pro motorová vozidla
- nákup zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej

- poradenství v oboru textilní výroby
- ubytovací služby
- silniční motorová doprava
- odvod odpadních vod a jejich čištění
- hostinská činnost
- zastupování v celním řízení

5.3 Výrobní sortiment

Největšího podílu na celkové výrobní produkci v roce 2007 dosahují technické a speciální tkaniny ve výši 51 % a dále to jsou podšívkové tkaniny s podílem 16,7 %. Ostatní výrobní položky nepřesahují úroveň 8 %.



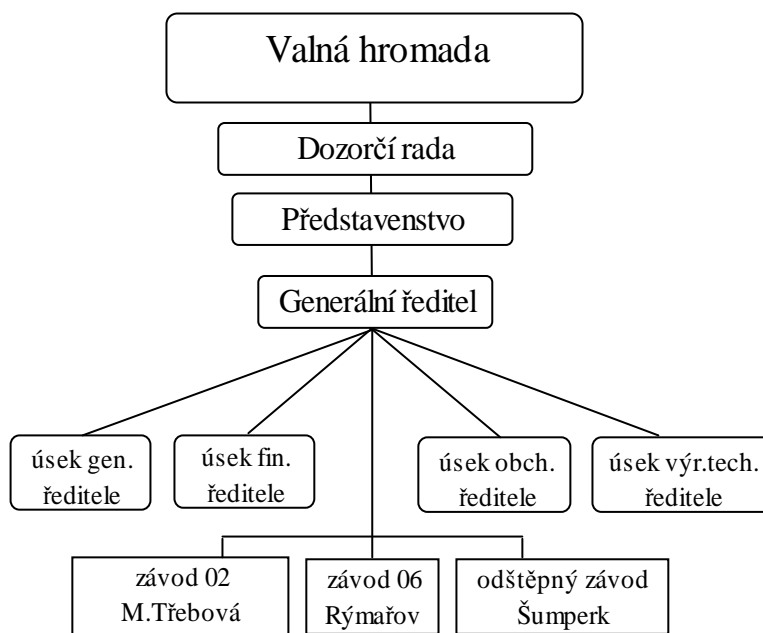
Graf 1 Výrobní sortiment Hedva, a.s.

5.4 Výrobní a obchodní činnost

Z hlediska odbytu je přibližně 46 % produkce směřováno na tuzemských trh a 54 % na vývoz. Rozhodující část vývozu zajišťuje společnost vlastním přímým vývozem, který činí cca 40 % z celkového objemu odbytu. Zbývající část vývozu ve výši cca 14% je realizována prostřednictvím zprostředkovatelských organizací v Praze. Dominantní postavení mezi dodavateli základních surovin pro výrobu, tj. přízí mají v současné době slovenské podni-

ky: Slovenských hodváb Senica a Nylstar Humenné, ze zahraničních dodavatelů jsou to firmy Polytex a Enka Glanstoff. V teritoriální struktuře patří mezi klíčové obchodní destinace: Belgie, Německo, Velká Británie, Rakousko a Řecko.

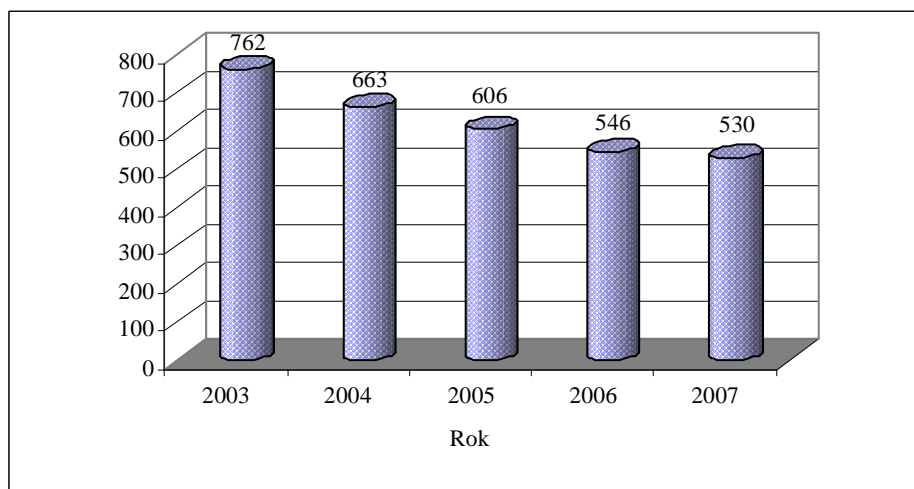
5.5 Organizační struktura



Obrázek 7 Organizační schéma Hedva, a. s.

5.6 Personální a sociální oblast

Celkový objem pracovníků Hedvy se snížil ke konci roku 2007 na 530 osob a k 31.9.2008 na 465 osob (graf 2). Skutečný průměrný výdělek bez OON za rok 2007 činil 12 943 Kč,



Graf 2 Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2003-2007

což představuje nárůst o 902 Kč oproti roku 2006. Produktivita práce z přidané hodnoty i tržeb na pracovníka v roce 2007 vzrostla. Vývoj obou ukazatelů byl ovlivněn výrazným nárůstem tržeb a přidané hodnoty při současném poklesu počtu zaměstnanců.

5.7 Historický vývoj společnosti

Akciová společnost Hedva prošla od svého založení v roce 1993 složitým obdobím restrukturalizace. V roce 2003 měla Hedva 10 závodů s celkovým počtem pracovníků 3387 osob. V průběhu roku 1994 byla ukončena výrobní činnost ve tkalcovně v Liberci a v úpravně v Rohlicích. K 1.1.1995 byla rozhodnuto o divizním uspořádání společnosti, převážně podle navazující kooperace výroby rezných a hotových tkanin. Do května roku 1996 byla Hedva řízena fondem národního majetku. Od tohoto měsíce se stala významným vlastníkem Hedvy a. s. Velveta Varnsdorf. V roce 1996 došlo k ukončení výroby v závodě Zábřeh a část výroby byla přesunuta do Moravské Třebové. K 1.1.1997 bylo rozhodnuto o zrušení divizního uspořádání společnosti a společnost tvořilo devět závodů a ředitelství společnosti. V roce 1998 byla utlumena výroba na tkalcovnách v závodě Šumperk a v Dolní Dobrouči. K 31.12.1999 došlo k utlumení žakarské výroby v závodě Králíkách. Tato výroba byla plně koncentrována do závodu v Rýmařově. V roce 2000 byla ukončena výroba rezných tkanin v závodě v Poličce a přesun této techniky do Moravské Třebové. Závod 05 konfekce Rýmařov byl uzavřen v roce 2003 a výroba přesunuta do areálu tkalcovny v Rýmařově. V roce 2006 došlo k přesunutí ředitelství společnosti do areálu barevny v závodě Moravská Třebová. Tento rok znamenal počátek spolupráce s belgickou firmou Bekaert, z počátku na bázi mzdové práce barvení a úprava PAN tkanin, přes mzdovou práci tkaní až po prodej hotových výrobků v roce 2007. K 1.10.2008 bylo realizováno odkoupení značky Cyr Cambier a převzetí celého obchodu v ročním objemu cca 85 000 tis.Kč. V téže roce se stal hlavním akcionářem společnosti Hedva firma com/tech INTERNACIONAL spol. s r.o.

5.8 Strategie hospodářské činnosti a hlavní cíle

Podnik se v rámci svého plánu zaměří převážně na odbyt, potřeby rozhodujících zákazníků, výrobní kapacity a na rozšíření kooperace se zahraničními zákazníky, zejména s belgickou firmou Bekaert. V oblasti nákladů se uvažuje se snížením materiálové náročnosti výroby. Dále se předpokládá pokles počtu pracovníků, zvýšení produktivity práce z přidané hodnoty na pracovníka a průměrného výdělku.

K zajištění podnikatelského záměru se vedení akciové společnosti v roce 2008 orientovala na realizaci následujících opatření:

- pokračovat ve výrobkové restrukturalizaci s cílem zvýšit podíl prodeje technických tkanin
- udržení pozice na trhu EU 27
- pokračovat v růstu na ruském trhu
- zvýšit prodejní ceny vlastních výrobků v dané obchodní skupině
- zefektivnit prodej II. a N jakostí
- snížit podíl výroby nekvalitního zboží
- důsledné výběrové řízení při nákupu přízí, barev a chemikálií a adjustačního materiálu – úspora nákladů na vstupní materiál
- zrychlení doby obratu zásob vlastní výroby (nedokončené výroby a hotových výrobků)

6 ANALÝZA VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ

6.1 Odvětvová analýza

Společnost Hedva, a. s. patří v rámci Klasifikace ekonomických činností do oddílu 17 - Výroba textilií a textilních výrobků, přesněji do oboru OKEČ 17.5 - Výroba ostatních textilních výrobků kromě oděvů. Tento obor měl za rok 2007 největší zastoupení na tržbách za prodej. Jeho podíl se od roku 2000 zvyšuje a meziroční nárůst podílu činil v roce 2007 o cca 4 %. Do tohoto oboru se řadí výroba výrobků z textilií, včetně oděvů, jako jsou hotové konfekční textilní výrobky, koberce, předložky a běhouny, provaznické výrobky, stuhy, prýmky, atd. [20]

Textilní a oděvní průmysl se nachází v odvětví, které se potýká s obrovskou konkurencí na světových trzích. K 31.12.2004 skončila platnost Dohody o textilu, a tím došlo ke zrušení dovozních kvót u položek, které v EU nebyly dosud integrovány pod pravidla GATT. Evropská unie i ČR věnuje značnou pozornost textilnímu a oděvnímu průmyslu, jelikož patří do odvětví, které je významným zdrojem zaměstnanosti. K posílení konkurenceschopnosti odvětví je hlavní prioritou výrobová inovace a zavádění nových výrobků s vyšším podílem přidané hodnoty. Dále by měly výrobky disponovat novými užitečnými vlastnostmi a vysokou kvalitou.

[21]

6.2 PEST analýza

Pro analýzu mezinárodního makroprostředí slouží jako základní nástroj tzv. PEST analýza, která se skládá z následujících faktorů:

Politické a právní prostředí – řadíme sem faktory, podle kterých určíme postavení podniku na trhu. Mezi tyto faktory patří např. politický systém, členství země v integračních seskupeních, politické vazby na další státy, vztah k zahraničním firmám a ochrana životního prostředí. Podnik také musí v rámci své podnikatelské činnosti dbát na dodržování legislativních zákonů ČR. Členství v EU (od roku 2004) poskytuje firmám nové příležitosti v zahraničních vztazích, avšak v důsledku otevření trhu je nyní konkurence v textilním průmyslu velmi silná. Vzhledem k ekonomickým výsledkům společnosti (záporný výsledek hospodaření), možnost změny sazby daně z příjmů právnických osob neovlivňuje činnost podniku.

Ekonomické prostředí – hospodářství ČR do roku 2008 vykazovalo dynamické zvyšování výkonnosti a stabilitu i při vnějších ekonomických otřesech. V oblasti podnikání činí zemi investičně velmi atraktivní z důvodu rostoucí ekonomiky, stabilních podmínek, nízké cenové hladiny a kvalifikované pracovní síly. V tabulce 2 je uveden vývoj ekonomických ukazatelů v letech 2003 až 2007.

	2003	2004	2005	2006	2007
HDP (% růst)	3,6	4,5	6,3	6,8	6
Míra nezaměstnanosti v %	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3
Míra inflace v %	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8
Průměrná hrubá mzda v Kč	16 917	18 041	18 992	20 219	21 694

Tabulka 2 Vývoj ekonomických ukazatelů v letech 2003-2007 [22]

Ekonomické ukazatele uvedené v tabulce 2 měly v následujících letech příznivý vývoj, což pozitivně ovlivňovalo podnik i celou ekonomiku. Současné výsledky ekonomických ukazatelů se naopak pohybují v nepříznivých číslech. Došlo k celkovému poklesu ekonomiky a to v důsledku podzimní krize minulého roku. I samotný textilní průmysl se momentálně nachází v krizi. Dochází k výraznému propouštění zaměstnanců, které se dotklo i samotné firmy. Proto se v rámci podnikové strategie nesmí opomenout zvyšující ceny energií, vývoj exportu, státního deficitu, úrokových sazeb a v neposlední řadě i kursová rizika. Jelikož má podnik řadu zahraničních partnerů, měl by neustále sledovat vývoj koruny vůči ostatním měnám. Vývoj kurzů EUR a USD znázorňuje tabulka 3.

	2003	2004	2005	2006	2007
CZK / EUR	31,84	31,9	29,78	28,34	27,76
CZK / USD	28,23	25,7	23,95	22,61	20,31

Tabulka 3 Vývoj kurzu eura a dolaru k české koruně [22]

Z následující tabulky je zřejmé výrazné posilování koruny. Tento nepříznivý vývoj kurzů negativně ovlivnil tržby podniku realizovatelné exportním oddělením.

Sociální a kulturní prostředí – zde se podnik zabývá otázkami životní úrovně, stylu obyvatelstva, charakteristiky pracovní síly, vzdělanosti, demografické struktury a vývoje populace a v neposlední řadě ochrany životního prostředí. Co se týká mobility obyvatel, firma se nachází v regionu s vysokou nezaměstnaností, vyšším věkovým průměrem a tudíž i menší ochotou k stěhování - zaměstnanci preferují možnost dojíždění za prací. Společnost investuje do vzdělanosti svých zaměstnanců v oblasti účetnictví, finance, počítačové vzdělávání, výuka cizích jazyků – formou kurzů, školení, sebevzdělávání, vše v omezené míře.

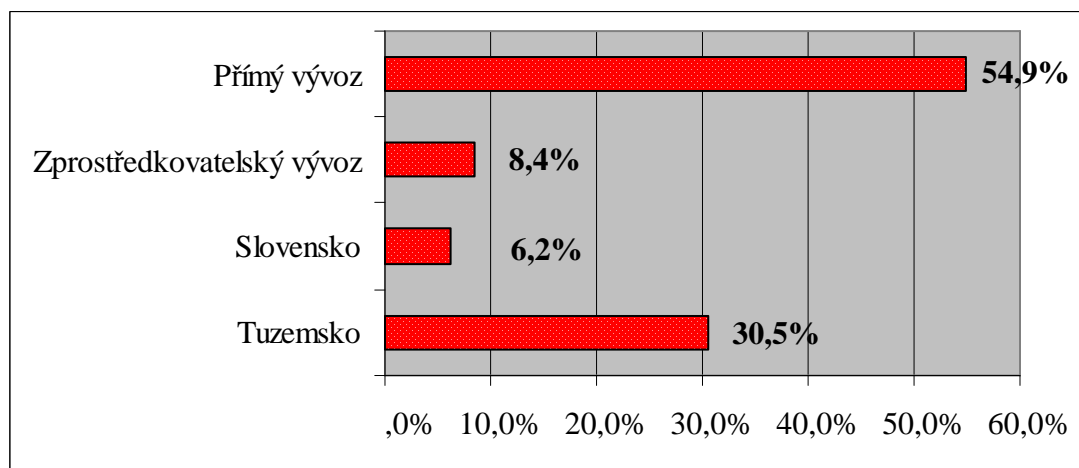
Hedva poskytuje své tkaniny firmám, z níž následně vyrábí a prodávají své výrobky a tudíž se nejedná o konečné zákazníky.

Technologické prostředí – je charakterizováno následujícími faktory: vládní podpora, celkový stav technologie, nové objevy, změny technologie a rychlost zastarávání. V současné době došlo v podniku ke koncentraci výroby do menších závodů. Celkový počet pracovníků Hedvy se snížil ke konci roku 2007 na 530 osob a k 31.9.2008 na 465 osob. Za hlavní investiční akce v roce 2007 lze považovat: modernizace stavů, vzorovací zařízení, tkalcovské stavy, snovadlo a vysokozdvizný vozík. Do provozu byly v témže roce uvedeny investice v hodnotě 10 130 tis.Kč.

6.3 Porterova analýza 5 sil

Porterova metoda je zaměřena na oborové okolí firmy, jež je ovlivněno především dodavateli, zákazníky, stávajícími konkurenty, novými konkurenty a existencí substitutů.

Vyjednávací síla zákazníků – mezi klíčové obchodní destinace patří Belgie, Německo, Velká Británie, Rakousko a Řecko. Největší poklesy prodeje se projevily na trzích Polska, Malty, Turecka a Maroka, což souviselo s obchodním záměrem Hedvy, a.s. omezit ne-lukrativní výrobky. V roce 2006 firma zahájila spolupráci s belgickou společností Bekaert. Z oblastí mimo EU byly výrobky nejvíce umístovány v Rusku a Srbsku. V tuzemsku Hedva spolupracuje s firmou INCOT v sortimentní skupině žakarských tkanin. V roce 2007 došlo k ukončení obchodního styku s firmou OMB, což byla jedna z příčin poklesu tuzemského odbytu. Podíl tuzemského, slovenského a zahraničního trhu na celkovém objemu prodeje hotových výrobků firmy znázorňuje graf 3.



Graf 3 Odbyt společnosti Hedva v roce 2007

Vyjednávací síla dodavatelů – dominantní postavení mezi dodavateli základních surovin pro výrobu, tj. přízí mají v současné době slovenské podniky Slovenský hodváb Senica a Nylstar Humenné. Mezi další zahraniční dodavatele patří firmy Polytex a Enka Glanstoff. Hedva a.s. využívá služeb vývozních zprostředkovatelů u firmy Silex vývoz a dovoz, s.r.o. a Vigotex. Dále využívá služeb auditorské společnosti BDO Prima CA, s.r.o. Brno. Mezi finanční instituce, se kterými podnik spolupracuje, patří: Česká spořitelna a Komerční banka.

Hrozba vstupu nových konkurentů – je relativně nízká, trh je již obsazen a poptávka po textilním zboží klesá i vlivem celosvětové ekonomické krize. Nový konkurent by musel vynaložit značné náklady na počáteční investice do výroby a do přetažení segmentu trhu a to je v dnešní složité ekonomické době hodně riskantní.

Hrozba substitutů – textilní průmysl má v ČR dlouholetou tradici s velkou rozmanitostí. V dnešních podmínkách se však jedná o málo prosperující obor. Hedva a.s. je osvědčený textilní výrobce. Z hlediska velikosti zaujímá 15. místo v žebříčku všech textilních firem vyrábějících na území ČR a stále se jí daří čelit i asijské konkurenci.

Rivalita mezi stávajícími konkurenčními firmami – rivalita mezi konkurenčními firmami je velká, za jednoho z největších konkurentů společnosti lze považovat společnost TTCE - Toray Textils Central Europe, s. r. o. sídlící v Prostějově. Společnost byla založena 5. září 1997 jako výrobce vysoce kvalitních polyesterových tkanin určených převážně pro evropský trh. 100 %-ním vlastníkem je Toray Industries, Inc., která je předním světovým výrobcem umělých vláken a textilu. Dále se jedná o několik menších firem v ČR. Hlavními a velice významnými konkurenty společnosti jsou asijské výrobce textilu. Mezi hlavní důvody, kvůli kterým nemůže evropské zboží tomu asijskému konkurovat, patří levná pracovní síla, laciné suroviny a daňové úlevy. Asijské oblečení zaplavuje svět a dovoz levného asijského textilu je důsledkem poklesu výroby látek a oděvů v evropských zemích. Obdobná situace je i v technických a dekoračních tkaninách, které jsou určeny pro automobilový průmysl, pro výrobu markýz, stínících plachet, nábytkářský průmysl a apod.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Veškerá podniková rozhodnutí se opírají o poznatky z finanční analýzy. Na jejích výsledcích je založeno řízení majetkové i finanční struktury, investiční a cenové politiky a řízení zásob. Hlavním principem finanční analýzy je poskytovat informace o finančním zdraví podniku. Vypracování této analýzy mají na starosti zpravidla finanční manažeři a často celé vrcholové vedení podniku. [15]

Finanční analýza společnosti Hedva a.s. obsahuje výsledky a závěry za období 2003 – 2007. V příloze P I je uvedena rozvaha podniku v plném rozsahu za sledovaná období a v příloze P II horizontální a vertikální analýza majetkové a finanční struktury.

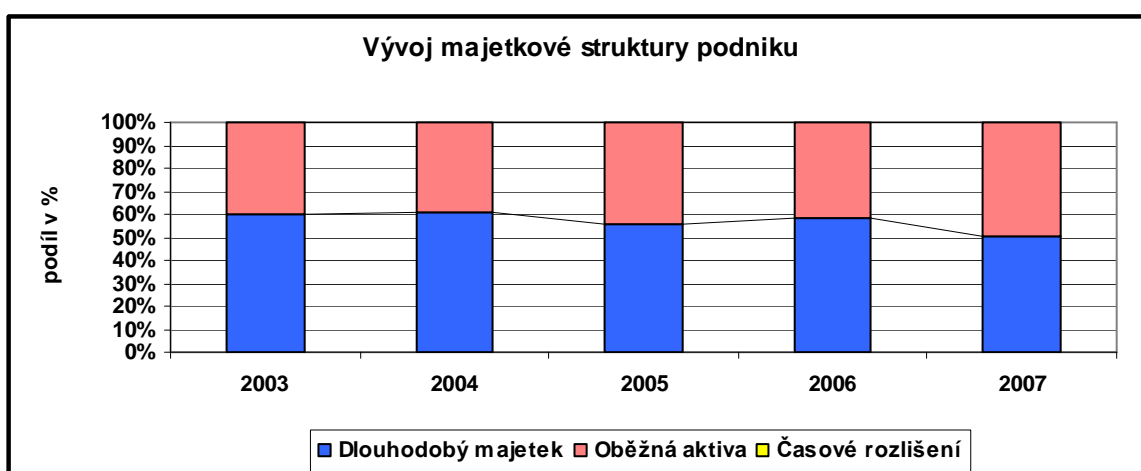
7.1 Vývoj majetkové a finanční struktury

Celková aktiva se v průběhu let 2003 až 2007 snížila o 22 %, tj. o 165 818 tis. Kč.

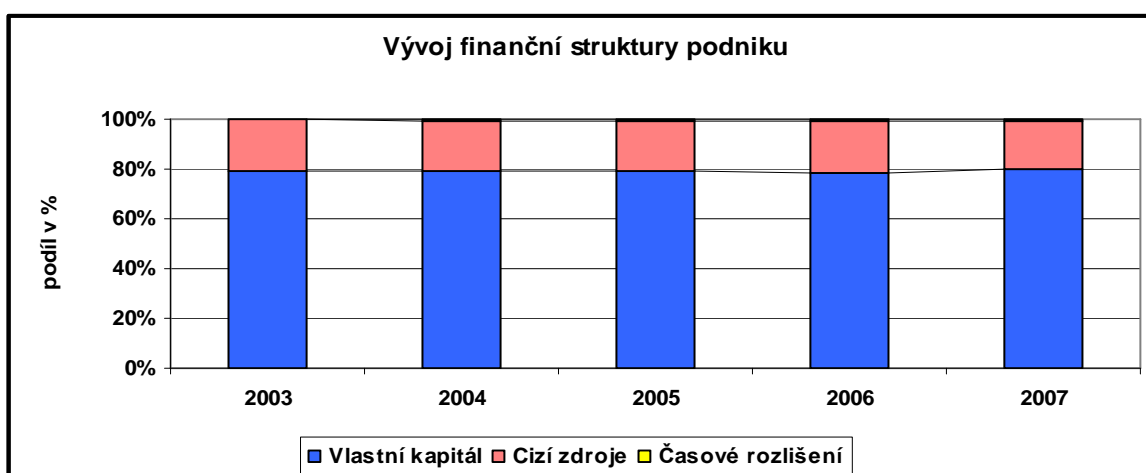
Majetková struktura Hedvy a.s. je téměř totožná s majetkovou strukturou odvětví. Do roku 2006 byl v podniku nepatrně vyšší podíl dlouhodobých aktiv (60 %) než oběžného majetku. V roce 2007 došlo ke snížení dlouhodobého majetku a docílilo se vyrovnaného stavu oběžných a dlouhodobých aktiv, viz. graf 4. Od roku 2003 došlo k poklesu zejména u položek samostatné movité věci a soubory movitých věcí o 43 % (z důvodu prodeje a vyřazení zastaralého výrobního zařízení). V následujících pěti letech měl největší podíl na stálých aktivech hmotný majetek cca 92 %, dále finanční majetek (8 %) a zbytek tvořily nehmotná dlouhodobá aktiva. Podíl oběžného majetku na celkových aktivech vzrostl. Největší zastoupení zde mají zásoby cca 52 % - spíše vykazovaly klesající trend. Naopak neutěšeně stoupá položka krátkodobých pohledávek - během let vzrostly a tvořily podíl na oběžném majetku přibližně 37 %. Dlouhodobý finanční majetek klesl o 96 % (prodej cenný papírů). V důsledku realizovaných investic a splátek úvěrů u peněžních ústavů došlo ke snížení krátkodobého finančního majetku o 65 % (2003-2007).

Finanční strukturu podniku znázorňuje graf 5. Z něj lze snadno vyzorovat, že firma upřednostňuje financování převážně vlastním kapitálem. Podíl vlastního kapitálu je cca 80 % a podíl cizího kapitálu je okolo 20 %. Ve srovnání s odvětvím má společnost finanční strukturu zcela odlišnou, viz příloha P IV. Odvětví využívá finanční prostředky z cizích zdrojů daleko více než Hedva, a.s. Jejich podíl na celkových pasivech se v odvětví pohybuje okolo 45 %. Firma vykazovala kladného výsledku hospodaření pouze v letech 2003 a 2007. Vykazovaná ztráta na hospodářském výsledku byla v důsledku snížení tržeb

z prodeje vlastních výrobků a nižší tvorby přidané hodnoty. Hlavní podíl na snížení tržeb měla odbytová recese. Vzhledem k vykazované ztrátě byly základní zdroje financování společnosti odpisy a finanční hotovost. Ostatní firmy v odvětví vykazovaly záporný výsledek hospodaření v letech 2006 a 2007. Společnost v roce 2006 snížila základní kapitál formou vzetí akcií z oběhu. V roce 2003 měly největší podíl na cizím kapitále bankovní úvěry a výpomoci 70 %. Krátkodobé závazky tvořily 28 %-ní podíl na cizích zdrojích. Během následujících let se bankovní úvěry snižovaly a krátkodobé závazky naopak zvyšovaly až v roce 2007 došlo k opačnému poměru. Krátkodobé závazky činily 68 % a bankovní úvěry na 32 % cizího kapitálu. Z rozvahy je patrné, že firma využívá převážně krátkodobé úvěry. Investiční úvěr u České spořitelny byl v posledním roce zcela splacen.



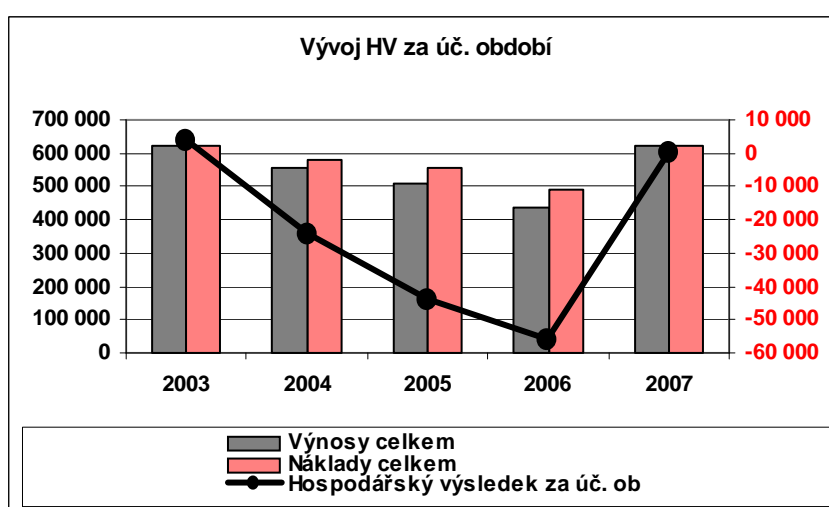
Graf 4 Majetková struktura firmy Hedva, a. s. v letech 2003-2007



Graf 5 Finanční struktura firmy Hedva, a.s. v letech 2003-2007

7.2 Analýza nákladů a výnosů

V příloze P III je uvedena struktura nákladů a výnosů a jejich meziroční změna, která byla zjištěna na základě horizontální analýzy. Od roku 2003 byl zaznamenán pokles hospodářského výsledku viz Graf 6. Tento nežádoucí trend přetrvával až do roku 2006 v důsledku slábnoucího odbytu, významného posilování koruny vůči euru a dolaru a také nárůstu cen energie. Pozitivního výsledku společnost dosáhla v posledním roce - hospodářský výsledek oproti minulému roku vzrostl o 27 %. Celková změna HV během sledovaného období (2003-2007) představovala pokles o 96 %.



Graf 6 Vývoj hospodářského výsledku Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Největší pozornost je nutno soustředit na tu část výsledku hospodaření, která dává firmě smysl její existence, tj. provozní výsledek hospodaření. Stejně jako HV za běžnou činnost, tak i HV z provozní činnosti vykazoval ztrátu – mimo rok 2003 a 2007. Od roku 2003 až 2007 provozní výsledek hospodaření klesl o 74 %. Přičemž v roce 2007 byl již zaznamenán meziroční nárůst 105 %. Provozní HV ovlivňuje především přidaná hodnota a to ve vztahu tržby a neblíže související náklady – spotřeba materiálu a energie bez vlivu dalších nákladových položek. Celková výkonnost podniku za celé analyzované období určená prostřednictvím položky výkony klesla o 6 %. Obchodní marže sice vzrostla o 17 % a výkonná spotřeba naopak klesla o 5 %, ani to však nestačilo na udržení rostoucího tempa přidané hodnoty, čímž došlo během období k jejímu poklesu o 9%. Z toho vyplývá, že řízení nákladů firmy nebylo zcela dostatečné. Jinak řečeno to znamená, že nedošlo ke snížení negativního dopadu a to v důsledku mírného propadu tržeb. Byla realizována úspora ve spotřebě energií v důsledku zvýšení cen u těchto komodit. Konečnou hodnotu provozního

HV mimo jiné ovlivnily daně a poplatky, osobní náklady i odpisy. Osobní náklady společnosti měly do roku 2006 klesající tendenci, v následujícím roce však vzrostly o 1 228 tis. Kč, jejich zvýšení bylo podloženo růstem produktivity práce. U položek daně a poplatky a odpisy byl zaznamenán klesající trend. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu výrazně klesly - ve srovnání s prvním a posledním rokem o 88 %. Další vlivnou položkou je Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období. Ta se dokonce, mimo rok 2005, obrátila z nákladů do výnosů. Ani to však nestačilo na to, aby provozní hospodářský výsledek dosáhl kladných hodnot.

Další částí výkazu zisků a ztrát je finanční výsledek hospodaření, jenž se za celé analyzované období pohyboval v záporných hodnotách, avšak ve svém rozměru je podstatně menší než provozní výsledek hospodaření. Objem nákladových úroků se během sledovaného období snižoval v důsledku splácení úvěrů. Mimořádné výnosy ani náklady společnost v analyzovaném roce nevykazovala.

7.3 Analýza pracovního kapitálu

V tabulce 4 lze vypočítat vývoj čistého pracovního kapitálu v letech 2003 - 2007. Ve společnosti výrazně převyšují oběžná aktiva nad krátkodobými dluhy, což vypovídá o kladné hodnotě ČPK. Co nejvyšší čistý pracovní kapitál umožňuje podniku pokračovat ve své činnosti, a to i za předpokladu, že bude muset uhradit veškeré své závazky. Na druhou stranu je část trvale přítomného oběžného majetku financována z dlouhodobých zdrojů, což je velice drahé. Z toho vyplývá, že firma upřednostňuje konzervativní způsob financování.

$$\text{ČPK} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé cizí zdroje} \quad (27)$$

Položka (v tis.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007
Oběžná aktiva	298 619	284 559	295 061	253 189	293 271
Krát.bank.úvěry	88 042	82 521	76 977	69 724	36 500
Krát.bank.výpomoci	1 006	2 268	1 926	672	998
Krátkodobé závazky	45 243	44 473	47 541	54 857	79 218
Krátkodobé cizí zdroje	134 291	129 262	126 444	125 253	116 716
Čistý pracovní kapitál	164 328	155 297	168 617	127 936	176 555
ČPK/OA	55%	55%	57%	51%	60%

Tabulka 4 Čistý pracovní kapitál Hedva, a.s. 2003-2006

7.4 Poměrové ukazatele

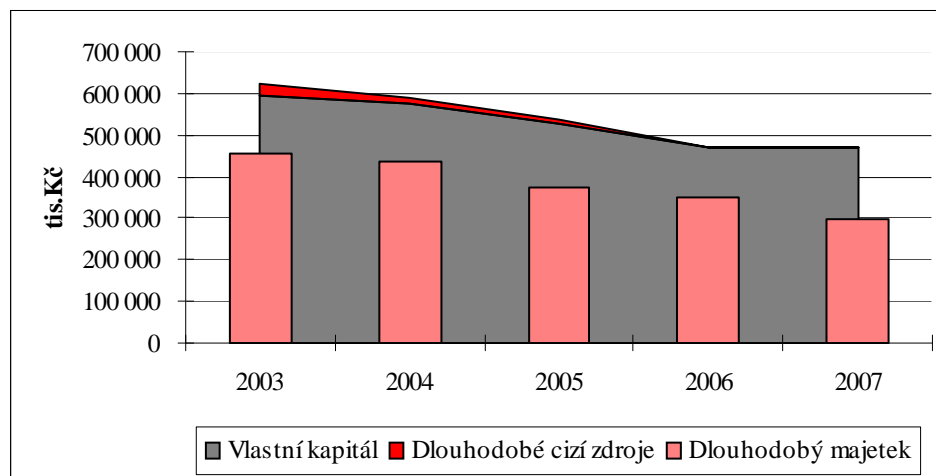
Základem finanční analýzy jsou poměrové ukazatele, které získáme podílem dvou absolutních ukazatelů. Jejich pomocí získáme rychlý obraz o finanční situaci podniku.

7.4.1 Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti stanovují vzájemný vztah mezi cizími a vlastními zdroji.

	2003	2004	2005	2006	2007
Finanční páka	1,27	1,26	1,26	1,28	1,25
<i>Odvětvový průměr</i>	1,86	1,86	1,83	1,80	1,84
Celková zadluženost	21,05%	20,08%	20,07%	20,91%	19,78%
<i>Odvětvový průměr</i>	45,41%	45,57%	44,42%	42,71%	41,83%
Míra zadluženosti	0,27	0,25	0,25	0,27	0,25
<i>Odvětvový průměr</i>	0,85	0,85	0,81	0,77	0,77
Úrokové krytí	1,84	-4,08	-10,34	-18,16	1,07
<i>Odvětvový průměr</i>	3,85	4,51	3,90	0,46	1,80
Koeficient samofinancování	0,79	0,79	0,79	0,78	0,80
<i>Odvětvový průměr</i>	1,86	1,86	1,83	1,80	1,84
Krytí aktiv vlastními zdroji	1,31	1,31	1,42	1,35	1,59
<i>Odvětvový průměr</i>	0,94	0,95	0,95	0,95	0,96
Doba splácení dluhu	133,67	121,57	60,10	21,94	63,08

Tabulka 5 Ukazatele zadluženosti Hedva, a.s. 2003-2007



Graf 7 Krytí DM dlouhodobými zdroji Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Společnost Hedva, a.s. se pohybuje pod doporučenou dolní hranicí celkové zadluženosti i odvětvovým průměrem. Za dobrý stav se považuje 30 - 50 % cizího kapitálu. Celková zadluženost podniku činí cca 20 %.

Dlouhodobé cizí zdroje má firma minimální, v roce 2007 dokonce nulové. Koeficient samofinancování dává přehled o finanční struktuře podniku, tedy do jaké míry jsou aktiva

financovaná vlastním kapitálem. Je doplňkem k ukazateli celkové zadluženosti. Vyjadřuje finanční nezávislost firmy. Již v analýze majetkové struktury bylo zmíněno, že podíl vlastního kapitálu je ve výši cca 80 %. Společnost záměrně snižuje svou úvěrovou zatíženost, důvodem je záporný výsledek hospodaření (pokles spotřebitelské poptávky, tudíž není důvod, proč by měla firma investovat do nákupu nového zařízení nebo zvyšovat své zásoby a čerpat úvěr).

Pomocí ukazatele úrokového krytí zjistíme, kolikrát vyprodukovaný zisk kryje náklady související s cizím kapitálem. Ve chvíli, kdy je tento ukazatel roven 1, znamená to, že ke krytí nákladových úroků je nutno použít celého zisku. V letech 2004 - 2006 měla firma problémy s vytvářením potřebného zisku pro krytí potenciálních úroků a půjček. Dokonce ani v jednom roce nedosáhla doporučené hodnoty přibližně 5.

Ukazatel krytí dlouhodobých aktiv vlastními zdroji ve sledovaných letech zobrazoval hodnotu vyšší než 1. Znamená to, že podnik využívá svůj dlouhodobý kapitál také pro financování krátkodobých aktiv. Společnost se tedy přiklání ke konzervativní strategii financování.

Doba splácení dluhu vyjadřuje takovou dobu, za kterou je podnik schopen z vlastních zdrojů splatit své dluhy. Pozitivní je, že společnost vykazuje v tomto ukazateli klesající trend. Přesto se firmě nyní nedoporučuje zvyšovat svou zadluženost, alespoň do doby než začne dosahovat vyššího zisku.

7.4.2 Ukazatele likvidity

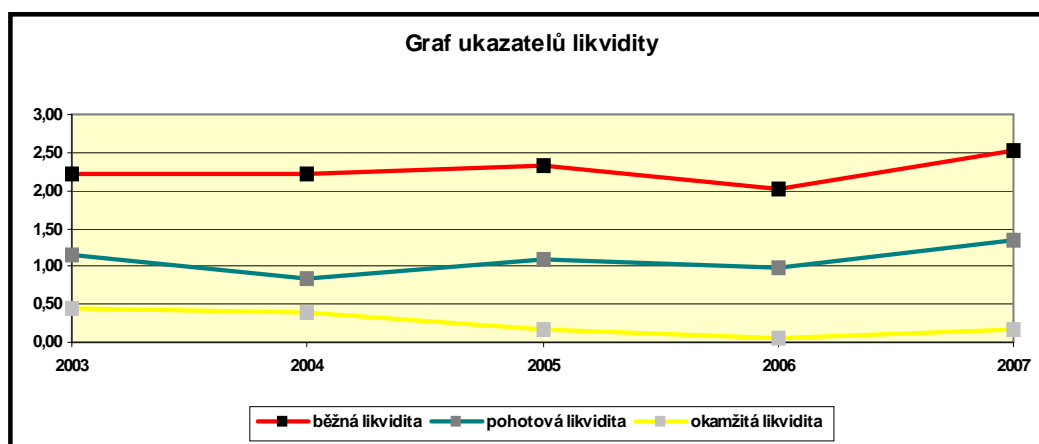
Na analýzu zadluženosti navazuje analýza likvidity. Podle následujících ukazatelů zjistíme schopnost podniku hradit své závazky.

	2003	2004	2005	2006	2007	Doporučené hodnoty
Běžná likvidita	2,22	2,20	2,33	2,02	2,51	1,5 - 2,5
<i>Odvětvový průměr</i>	1,30	1,39	1,52	1,35	1,34	
Pohotová likvidita	1,14	0,85	1,08	0,98	1,33	1 - 1,5
<i>Odvětvový průměr</i>	0,67	0,73	0,80	0,64	0,67	
Okamžitá likvidita	0,44	0,38	0,18	0,06	0,18	0,2 - 0,5
<i>Odvětvový průměr</i>	0,09	0,11	0,15	0,06	0,06	

Tabulka 6 Ukazatelé likvidity Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Na základě analýzy likvidity společnosti Hedva, a.s., bylo zjištěno, že firma splňuje doporučené hodnoty Ministerstva průmyslu a obchodu. Jediný ukazatel, který vykazoval kle-

sající trend byl ukazatel okamžité likvidity, který negativně ovlivnily splátky úvěrů u peněžních ústavů. Celkově však podnik vykazuje příznivější hodnoty než je odvětvový průměr. Oběžná aktiva během sledovaného období pokryla krátkodobé závazky, tudíž by firma v případě potřeby uspokojila své věřitele, tzn. že je schopna rychle přeměnit svá aktiva na hotové peníze. Hedva, a.s. je finančně stabilní a nemusí se obávat, že by nebyla schopna splácet své dluhy.



Graf 8 Vývoj ukazatelů likvidity Hedva, a.s. v letech 2003-2007

7.4.3 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability patří k nejsledovanějším ukazatelům, jelikož podávají informace o efektu, jakého bylo docíleno vloženým kapitálem.

	2003	2004	2005	2006	2007
Rentabilita vlast. kap.	0,67%	-4,21%	-8,30%	-11,88%	0,03%
<i>Odvětvový průměr</i>	4,29%	4,70%	2,25%	-2,59%	-0,54%
Rentabilita celk. kap.	1,16%	-2,68%	-5,99%	-8,79%	0,40%
<i>Odvětvový průměr</i>	5,47%	5,57%	3,67%	0,46%	2,14%
Rentabilita dlouh. kap.	0,67%	-4,20%	-8,29%	-11,88%	0,03%
<i>Odvětvový průměr</i>	9,12%	9,25%	6,14%	0,78%	3,77%
Rentabilita tržeb	0,69%	-4,84%	-9,82%	-12,98%	0,03%
<i>Odvětvový průměr</i>	4,33%	4,62%	2,94%	-0,63%	1,04%

Tabulka 7 Ukazatelé rentability Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Ukazatelé rentability společnosti Hedva, a.s. se pohybují pod odvětvovým průměrem. Nízkou rentabilitu zapříčinil záporný výsledek hospodaření. V letech 2004 - 2006 byla rentabilita záporná ve všech ukazatelích. Tržby vykazovaly klesající tendenci, hlavní příčinou byla odbytové recese. Další faktor, který negativně ovlivnil výsledek hospodaření byla

zvýšená energetická náročnost výroby v důsledku zvýšení cen nakupované energie. Hlavní podíl na snížení tržeb měly následky liberalizace trhu a posilování CZK vůči EUR a USD. Na druhou stranu bylo docíleno pozitivního výsledku z finančních operací. Záporná hodnota finančního výsledku hospodaření byla snížena, a to v důsledku prodeje dlouhodobých cenných papírů.

V roce 2007 dosáhla rentabilita kladných hodnot. Tržby meziročně vzrostly o 21 %. Pozitivního výsledku bylo dosaženo výrobkovou restrukturalizací založenou na utlumení výroby pro konfekci a zvýšení výroby a prodeje technických tkanin a tkanin pro volný čas. Významných přínosem bylo zajištění výroby pro belgickou textilní firmu Bekaert a také mzdová práce pro tuzemskou firmu Incot.

7.4.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky. Zjistíme, zda jsou jednotlivé druhy aktiv v rozvaze v poměru k současným nebo budoucím hospodářským aktivitám společnosti úměrné.

	2003	2004	2005	2006	2007
Obrátka aktiv	0,77	0,69	0,67	0,71	0,89
<i>Odvětvový průměr</i>	0,94	0,94	0,93	0,86	0,91
Doba obratu fixních aktiv	282,99	316,09	300,17	291,72	203,24
<i>Odvětvový průměr</i>	220,23	217,49	222,96	246,10	222,32
Doba obratu zásob	130,78	169,18	181,40	157,65	131,17
<i>Odvětvový průměr</i>	118,91	118,52	118,93	123,72	116,46
Průměrné inkasní období	58,76	43,95	92,27	96,51	92,62
<i>Odvětvový průměr</i>	72,53	73,18	70,59	73,75	77,52
Doba obratu závazků	28,06	32,10	38,30	45,90	54,25
<i>Odvětvový průměr</i>	69,51	71,05	79,58	85,33	83,55

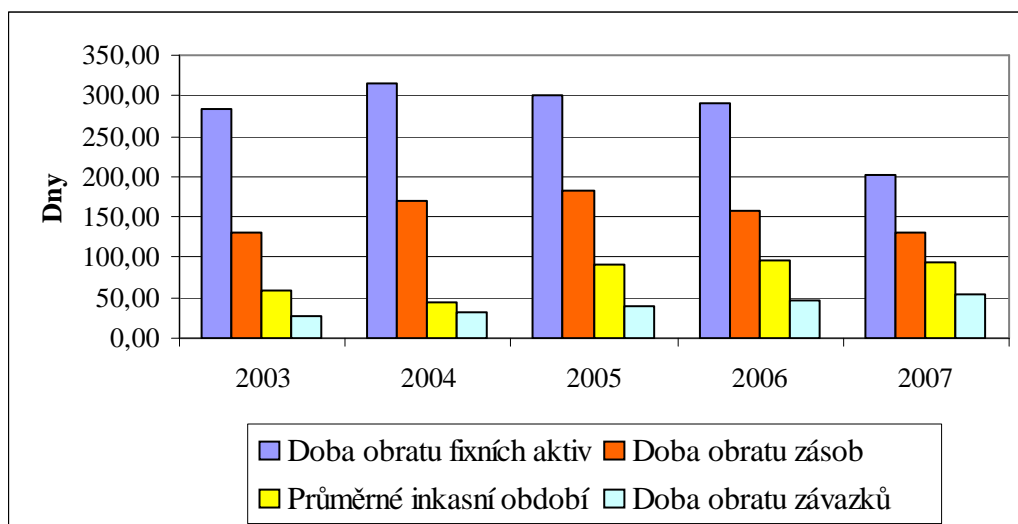
Tabulka 8 Ukazatelé aktivity Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Z následujících údajů vyplývá, že se ukazatele aktivity společnosti Hedva, a.s. pohybují pod úrovní odvětvového průměru – mimo obrátky závazků, kde společnost dosahuje lepších výsledků. Do výpočtů byly zahrnuty tržby z prodeje zboží a tržby prodeje vlastních výrobků a služeb.

Doporučená hodnota obratu aktiv je 1. Firma se nachází pod doporučenou hodnotou, což znamená neúměrnou majetkovou vybavenost a také její neefektivní využití. V posledním roce se však obratovost aktiv mírně zvýšila. V rámci podnikové strategie bylo v posledních

dvou letech docíleno pozitivních výsledků v ukazateli obratovosti zásob, avšak ve srovnání s odvětvovým průměrem jsou jeho hodnoty stále nižší. Znamená to, že má podnik zbytečně nelikvidní zásoby, které vyžadují nadbytečné financování. Nadbytečné zásoby jsou pro podnik neproduktivní a představují investici s nízkým nebo i nulovým výnosem. Ukazatel vázanosti dlouhodobého majetku (obrátky fixních aktiv) je ukazatelem efektivnosti a intenzity využívání budov, strojů, zařízení a dalšího DHM. Hodnota ukazatele bývá srovnávána s odvětvovými průměry. Nižší hodnota než je odvětvový průměr signalizuje nízké využití a je upozorněním pro výrobu, aby zvýšila využití výrobní kapacity a i upozorněním pro finanční manažery, aby omezili podnikové investice. Do roku 2006 byla hodnota ukazatele vždy nižší než je odvětvový průměr. Na druhou stranu jeho vývoj byl rostoucí a v posledním roce dokonce převýšil odvětvový průměr.

Nelze opomenout výrazný rozdíl mezi dobou inkasa a dobou obratu závazků. Doba obratu pohledávek je delší než doba obratu závazků. Podnik nejprve hradí své závazky a potom obdrží platby od svých odběratelů. Tím jim poskytuje tzv. úvěr zdarma, a to ze zdrojů, které jsou pro něj nákladné. Nicméně oba ukazatelé vykazovaly rostoucí trend (viz Graf 9), což může být prvotní signál vzniku platební neschopnosti. Z předchozí analýzy bylo však zjištěno, že tato skutečnost prozatím neměla negativní dopad na likviditu.

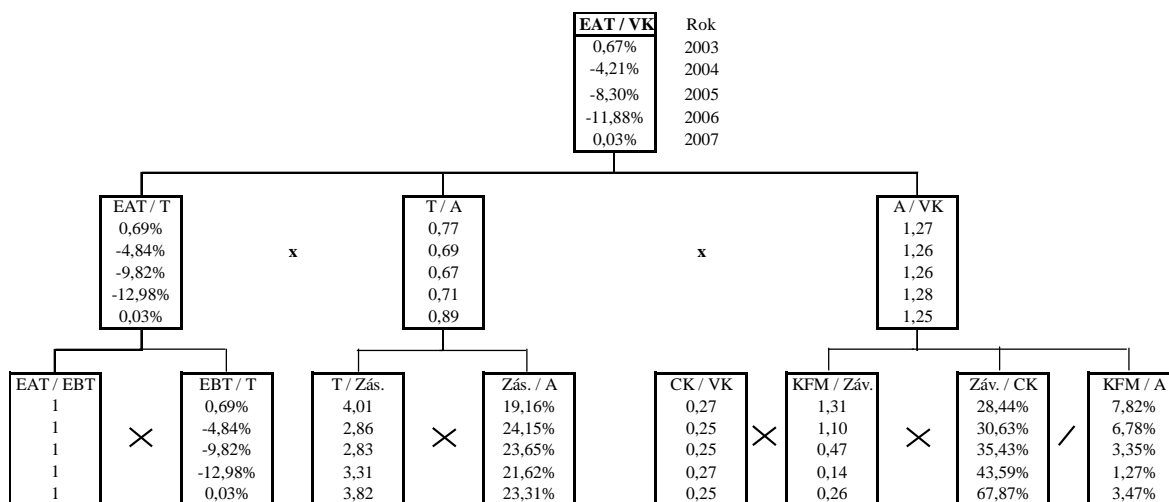


Graf 9 Vývoj ukazatelů obratovosti podniku Hedva, a.s.

7.4.5 Rozklad ukazatele ROE

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) patří k nejsledovanějším ukazatelům výkonnosti podniku. Jedná se o vrcholový ukazatel, který se dále rozkládá na rentabilitu aktiv (ROA) a

finanční páku, viz. Obrázek 8. Pyramidové soustavy jsou vhodným nástrojem, jak zachytit souvislosti a vazby mezi poměrovými ukazateli.



Obrázek 8 Pyramidový rozklad Hedva, a.s. ROE v letech 2003-2007

EAT / VK – rentabilita vlastního kapitálu, **EAT / T** – rentabilita tržeb, **T / A** – obratovost aktiv, **A / VK** – finanční páka, **EAT / EBT** – podíl čis.zisku na zisku před zdaněním, **EBT / T** – rentabilita tržeb, **T / Zás.** – obratovost zásob, **Zás. / A** – podíl zásob na aktivech, **CK / VK** – míra zadluženosti, **KFM / Kr.záv.** – okamžitá likvidita, **Kr.záv. / CK** – podíl krát. závazků na cizím kapitále, **KFM / A** – podíl krát.fin.majetku na aktivech

Rozklad názorně ukazuje, co v roce 2003 ovlivnilo snížení rentability vlastního kapitálu (ROE) jako vrcholového ukazatele v porovnání s předchozími roky. Snížení ROE především v roce 2006 bylo způsobeno výrazným snížením ziskových marží. Celkově je rentabilita vlastního kapitálu velice nízká. V letech 2004 - 2006 dosahovala záporných hodnot, ale již v roce 2007 se vyšplhala na hodnotu 0,03 %. Tento příznivý nárůst byl způsoben kladným výsledkem hospodaření, který také pozitivně zapůsobil na obratovost aktiv. Obrat celkových aktiv je přesto stále nízký. Měl by dosahovat minimální požadované hodnoty 1 (z 1 Kč majetku alespoň 1 Kč tržeb). To poukazuje na nízkou schopnost firmy efektivně využívat svůj majetek. Kladné ziskové marže v posledním roce bylo dosaženo zejména poklesem podílu výkonové spotřeby na celkových aktivech. Negativní dopad na finanční páku v posledním roce zapříčinilo především zvýšení podílu krátkodobých závazků.

7.5 Souhrnné ukazatele

Souhrnné ukazatele slouží pro posouzení bonity firmy zejména pro potřeby bankovních institucí, které zvažují, zda firmě půjčit či nepůjčit. Existuje řada metod a postupů hodno-

cení bonity, které předvídají případný bankrot společnosti. V následující práci budou použity 2 modely: Altmanův index důvěryhodnosti a Index IN05.

7.5.1 Altmanův index důvěryhodnosti (Z-skóre)

Hedva, a.s. patří mezi společnosti neobchodovatelné na burze, proto se zde uplatní následující rovnice platná od roku 1983:

$$Z - \text{skóre} = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,42 * X_4 + 0,998 * X_5$$

Váhax Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007
0,717x Pracovní kapitál/Celková aktiva	0,217	0,215	0,252	0,213	0,299
0,847x Zisk po zdanění/Celková aktiva	0,005	-0,033	-0,066	-0,093	0,000
3,107x EBIT/Celková aktiva	0,012	-0,027	-0,060	-0,088	0,004
0,420x Vlastní kapitál/Cizí kapitál	3,751	3,948	3,943	3,737	4,032
0,998x Tržby/Celková aktiva	0,760	0,736	0,669	0,673	0,913
Altmanův index pro firmy ostatní	2,531	2,435	2,263	2,042	2,832

Tabulka 9 Altmanův index Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Hodnoty faktoru:

$Z > 2,99$: Uspokojující finanční situace

$Z < 1,81$: Silné finanční problémy

$1,81 < Z < 2,99$: Nevyhraněná finanční situace („šedá zóna“)

Do roku 2006 měl index důvěryhodnosti klesající tendenci, důvodem byla odbytová recese, která s sebou přinesla negativní dopad na tržby a zisk. Za celé analyzované období vycházel Altmanův index právě do šedé zóny, kdy nelze o firmě činit závěry. Nejpříznivější hodnoty se projeví v ukazateli zadluženosti, jelikož firma snižovala úvěrovou zatíženost. Naopak nejhorší výsledky byly zaznamenány v ukazatelích zahrnující zisk. Pro společnost je pozitivní poslední rok, kdy se hodnota Z-skóre (Altmanův index) přiblížila horní hranici charakterizující uspokojující finanční situaci. V tuto chvíli lze říci, že firma nemá silné finanční problémy. Znamená to, že prognóza dlouhodobého přežití je vysoká. Přesto je nutné upozornit na výši zisku, jenž stále nedosahuje příznivých hodnot.

7.5.2 Model „IN“ Index důvěryhodnosti

Indexy IN řeší nedostatky Altmanova Z-skóre, jenž sice věrohodně předvídá bankrot asi 2 roky dopředu, avšak pracuje s menší spolehlivostí do vzdálenější budoucnosti. Proto se finanční analytikové Neumaierovi pokusili sestavit vícekritériální model pro hodnocení

podniku v podmínkách České republiky. V této práci bude použit aktuální index IN05, který nahradil index IN01:

$$\text{IN05} = 0,13 * \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,04 * \frac{\text{EBIT}}{\text{náklad.úroky}} + 3,97 * \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}} + 0,21 * \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva}} + 0,09 * \frac{\text{oběžná aktiva}}{(\text{krát.závaz.} + \text{krát.ban.úv.})}$$

Hodnoty faktoru:

IN > 1,6: Podnik tvoří hodnotu

IN < 0,9: Podnik hodnotu netvoří (ničí)

0,9 < IN < 1,6: tzv. „šedá zóna“

Váha x Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007
0,130 x Celková aktiva/Cizí kapitál	4,751	4,981	4,983	4,783	5,056
0,040 x EBIT/Nákladové úroky	1,844	-4,077	-10,338	-18,160	1,066
3,970 x EBIT/Celková aktiva	0,012	-0,027	-0,060	-0,088	0,004
0,210 x Výnosy/Celková aktiva	0,825	0,770	0,765	0,726	1,054
0,090 x Oběžná aktiva / (Krát.záv.+Kr.ban.úv.)	2,224	2,201	2,334	2,021	2,513
Index IN05	1,111	0,738	0,367	-0,119	1,163

Tabulka 10 Index IN05 Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Z tabulky lze vyčíst, že se hodnota Indexu IN05 výrazně pohybovala pod mezní hodnotou 0,9, což stále odkazuje na záporný výsledek hospodaření. Nejkritičtější výsledky byly zaznamenány v ukazateli úrokového krytí. Naopak příznivých změn se firma dočkala v roce 2007, kdy se index opět pohyboval v tzv. šedé zóně, jež charakterizuje nevyhraněnou finanční situaci. Lze tedy konstatovat, že index IN05 přesněji vyjadřuje současnou situaci podniku.

7.6 EVA (Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota)

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty patří mezi účelné nástroje znázorňující krátkodobou i dlouhodobou výkonnost podniku. Podstatou tohoto ukazatele je, že pokud firma nevykazuje zisk převyšující cenu jejího kapitálu, znamená to, že pracuje se ztrátou. Jedině kladná EVA představuje takový podnik, který tvoří hodnotu. Na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu lze nalézt metodiku výpočtu ukazatele EVA pomocí stavebnicového modelu INFA (zpracovaný Inkou a Ivanem Neumaierových), viz. příloha P V. Model INFA umož-

ňuje rozklad výnosnosti vlastního kapitálu, základních faktorů, které rentabilitu ovlivňují a jejich vzájemné vazby. Zmíněný model, jenž bude použit pro následný výpočet EVA, je přizpůsoben podmínkám v ČR a vychází z následující rovnice: [1]

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (28)$$

ROE...rentabilita vlastního kapitálu (EAT/VK)

r_e ...alternativní náklad na vlastní kapitál

VK...vlastní kapitál

Pro výpočet alternativního nákladu na vlastní kapitál je nutné znát vážené průměrné náklady (WACC), jež vychází z následující rovnice:

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{FinStab} \quad (29)$$

r_f ...bezriziková přírážka

r_{LA} ...funkce (ukazatelů charakterizující velikost podniku)

$r_{podnikatelské}$...riziková přírážka za obchodní riziko

$r_{FinStab}$...riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability

	2003	2004	2005	2006	2007
N_{ck}	4,28%	4,77%	4,50%	4,11%	5,86%
bezriziková sazba	4,00%	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%
$r_{podnikatelské}$	5,04%	10,00%	10,00%	10,00%	8,49%
r_{LA}	3,12%	3,22%	3,38%	3,59%	3,69%
$r_{FinStab}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
WACC	12,16%	18,02%	16,91%	17,36%	16,46%
r_e	13,88%	20,55%	19,12%	19,51%	17,42%

Tabulka 11 Výpočet nákladů na cizí a vlastní kapitál Hedva, a.s. v letech 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
ROE	0,67%	-4,21%	-8,30%	-11,88%	0,03%
r_e	13,88%	20,55%	19,12%	19,51%	17,42%
VK (tis.Kč)	596 748	573 191	529 081	470 300	470 604
EVA (tis.Kč)	-78 806,2	-141 943,4	-145 069,3	-147 627,6	-81 816,0

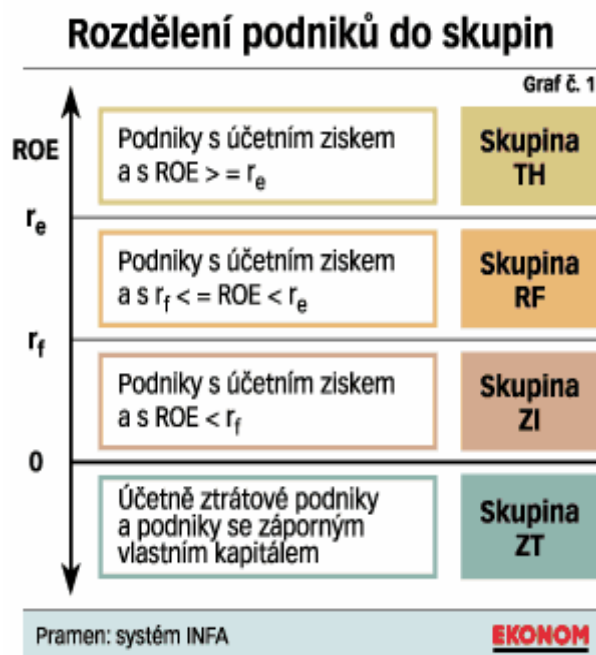
Tabulka 12 Výpočet ukazatele EVA Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Skupina TH - podniky s rentabilitou vlastního kapitálu větší nebo rovno alternativnímu nákladu na vlastní kapitál.

Skupina RF – podniky, kteří jsou sice ziskové, ale jejich ROE se pohybuje pouze v intervalu mezi r_e a bezrizikovou sazbou.

Skupina ZI - slabší podniky - ROE se pohybuje mezi nulou a bezrizikovou sazbou.

Skupina ZT - podniky, které jsou na tom nejhůř, jsou ve ztrátě nebo mají záporný nebo nulový vlastní kapitál. [23]



Obrázek 9 Rozdělení podniků dle ROE [23]

V následujících letech vykazoval podnik hodnotu EVA zápornou, což znamená, že Hedva, a.s. svými aktivitami snižovala vlastníkům hodnotu vložených prostředků. Nejnižší hodnota EVA byla vykázána v roce 2006, ale již v roce 2007 se zvýšila v důsledku snížení nákladů na vlastní kapitál a zvýšení ziskovosti. Podle Inky a Ivana Neumaierových (obrázek 9) se podnik řadil v letech 2004 - 2006 do skupiny ZT – podniky nejhůřší. V posledním roce firma postoupila o skupinu výše, díky kladnému výsledku hospodaření. Ekonomická přidaná hodnota v odvětví taktéž vykazovala záporné hodnoty. Lze tedy říci, že se společnost nachází ve značně problematickém odvětví. Tyto problémy byly zapříčiněny konkurenčním tlakem, který vyvíjejí zejména asijské výrobce.

8 ANALÝZA KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODNIKU HEDVA, A.S.

Následující kapitola rozebírá kapitálovou strukturu podniku za období 2003 – 2007.

8.1 Kapitálová struktura Hedva, a.s.

Jak již bylo zmíněno, kapitálová struktura podniku je charakterizován jako kapitál, který je v podniku dlouhodobě vázán. Jedná se tedy o vlastní a dlouhodobý cizí kapitál.

Tabulka 13 zobrazuje vývoj kapitálové struktury společnosti v období 2003 - 2007. Na celkové kapitálové struktuře mají největší podíl vlastní zdroje – každoročně více než 90 %. Přičemž za největší položku vlastního kapitálu je považováno základní jmění. Hodnota cizích zdrojů se pohybovala okolo 4 % - v posledním roce však své dlouhodobé cizí zdroje plně splatila. Lze vidět, že podíl vlastního kapitálu sice každoročně roste, což může nesprávně přivádět k názoru, že by společnost mohla být stále zisková. Tato skutečnost byla však způsobena každoročním poklesem dlouhodobých cizích zdrojů.

	2003		2004		2005		2006		2007	
	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%
Dlauh.kap.cel.	621 554	100%	589 105	100%	536 806	100%	470 900	100%	470 604	100%
Vlast.kap.	596 748	96%	573 191	97%	529 081	99%	470 300	100%	470 604	100%
Zákl.kap.	790 145	127%	790 145	134%	790 145	147%	741 056	157%	741 000	157%
Kap.fondy	4 407	1%	5 314	1%	5 457	1%	4 885	1%	5 406	1%
Fondy ze zisku	86 078	14%	86 107	15%	85 753	16%	85 360	18%	84 999	18%
VH min.let	-287 907	-46%	-284 244	-48%	-308 375	-57%	-305 149	-65%	-360 947	-77%
VH běž.ob.	4 025	1%	-24 131	-4%	-43 899	-8%	-55 852	-12%	146	0%
Cizí zd.dlauh.	24 806	4%	15 914	3%	7 725	1%	600	0%	0	0%
Dlauh.záv.	2 406	0%	1 114	0%	525	0%	0	0%	0	0%
Bank.úv.dlauh.	22 400	4%	14 800	3%	7 200	1%	600	0%	0	0%

Tabulka 13 Kapitálová struktura Hedva, a.s. v letech 2003-2007

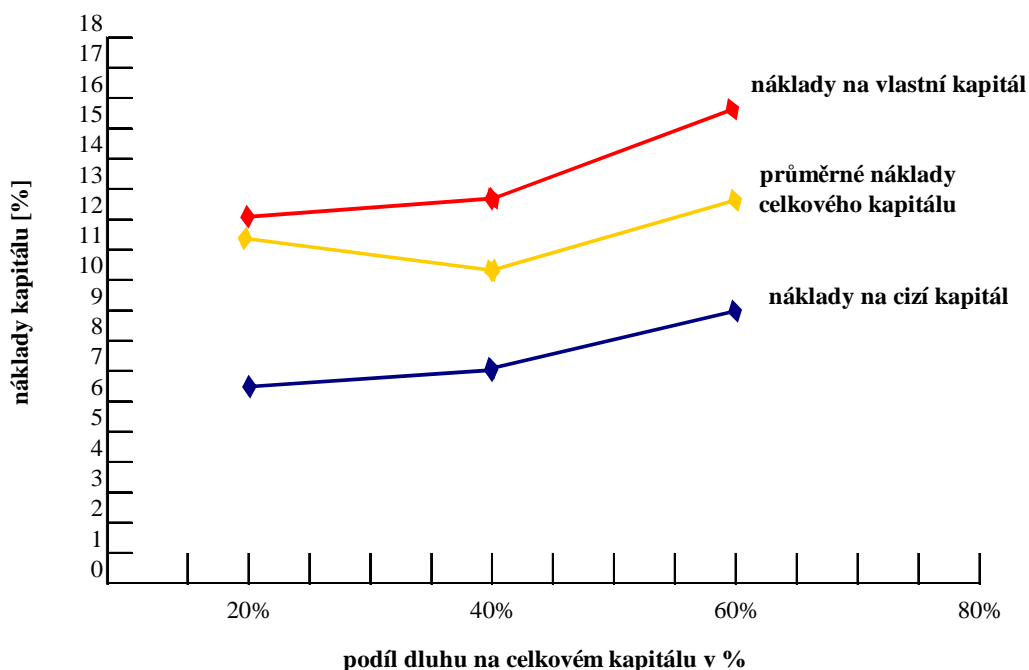
Ne zcela odlišnou kapitálovou strukturu představuje kapitálová struktura odvětví (Tabulka 14). Ostatní textilní společnosti sice dávají větší přednost financování dlouhodobými cizími zdroji, ale na druhou stranu jejich podíl každoročně klesá.

v mil. Kč	2003		2004		2005		2006		2007	
Dlauh.kap.cel.	29 255	100%	30 342	100%	31 657	100%	23 966	100%	21 334	100%
Vlast.kap.	24 073	82%	24 247	80%	24 490	77%	19 819	83%	18 401	86%
Cizí zdr.dlauh.	5 182	18%	6 095	20%	7 167	23%	4 147	17%	2 933	14%
Dlauh.záv.	2 815	10%	2 897	10%	2 230	7%	1 379	6%	791	4%
Bank.úv.dlauh.	2 367	8%	3 198	11%	4 937	16%	2 768	12%	2 142	10%

Tabulka 14 Kapitálová struktura odvětví v letech 2003-2007

8.2 Klasické teorie kapitálové struktury

V současnosti se uznává teorie tzv. „U“ křivky celkových nákladů na kapitál (Obrázek 10). V jiných literaturách se lze setkat i s pojmem „Talířovitá křivka“. Jedná se o to, že s růstem zadlužení rostou náklady jak na cizí, tak i na kapitál vlastní, protože věřitelé požadují za riziko vyšší úrok. „U“ křivka znázorňuje průměrné náklady na kapitál, které nejprve klesají a při vysokém zadlužení stoupají. Optimální zadluženost nalezneme v nejnižším bodě křivky, kdy jsou průměrné náklady na kapitál nejnižší. [16]



Obrázek 10 Vývoj nákladů kapitálu v závislosti na míře zadluženosti [16]

8.2.1 Náklady cizího kapitálu

Náklady dluhového kapitálu představují úrok, který podnik musí platit svým věřitelům za to, že mu poskytnou kapitál formou bankovního úvěru či emisí dluhopisů.

Hedva, a.s. neměla v analyzovaných letech žádný dlouhodobý majetek pořízený formou finančního leasingu. Jako jediný cizí zdroj vystupují v podniku pouze bankovní úvěry.

Do nákladů na cizí kapitál se promítají daně, což znázorňuje následující vzorec:

$$N_{CK} = i * (1 - t) \quad (30)$$

i...úroková sazba

t... sazba daně z příjmů právnických osob

Náklady z dluhu lze mimo jiné zjistit i následujícím poměrem:

$$\frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Bankovní úvěry}} \quad (31)$$

Pro stanovení nákladů na bankovní úvěr je možné využít vztahu mezi nákladovými úroky a bankovním úvěrem, jelikož není k dispozici konkrétní úroková sazba za jednotlivé roky a úvěry, ale pouze stav bankovního úvěru na začátku a konci období. Přesnější výpočet bude zajištěn tehdy, bude-li se vycházet z průměrného stavu bankovních úvěrů.

Průměrný stav bankovního úvěru = (stav BÚ na začátku roku + stav BÚ na konci roku) / 2

Výpočet úrokové sazby za všechny analyzované roky uvádí tabulka 15:

tis.Kč	2003	2004	2005	2006	2007
Bank.úv.a výpomoci	111 448	99 589	86 103	70 996	37 498
Prům.stav.BÚ	111 382	105 519	92 846	78 550	54 247
Nákladové úroky	4 768	4 753	3 872	2 915	2 197
Úr.sazba úvěru	4,28%	4,77%	4,50%	4,11%	5,86%
Úr.sazba úvěru - průměrný stav	4,28%	4,50%	4,17%	3,71%	4,05%

Tabulka 15 Náklady na bankovní úvěr Hedva, a.s.

V tabulce 16 je do nákladu dluhu zahrnuta i daň z příjmů:

	2003	2004	2005	2006	2007
Úr.sazba úvěru (Průměr.stav)	4,28%	4,50%	4,17%	3,71%	4,05%
Náklady BÚ	2,95%	3,24%	3,09%	2,82%	3,08%

Tabulka 16 Náklady na bankovní úvěr (vliv daně z příjmů) Hedva, a.s.

Jelikož Hedva, a.s. neměla v analyzovaných letech daňovou povinnost, budou se náklady na bankovní úvěr s ohledem na daň brát pouze orientačně a pro další výpočty nebudou použity.

8.2.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady vlastního kapitálu lze chápat jako výnos, který požadují vlastníci firmy. Čím je podnikatelská činnost firmy rizikovější, tím požadují vlastníci vyšší výnos, a tím jsou náklady vlastního kapitálu vyšší.

U společnosti Hedva, a.s. nelze bezprostředně použít model CAPM, jelikož se řadí mezi podniky neobchodovatelné. Z toho důvodu se pro odhad nákladů na vlastní kapitál použijí následující přístupy:

- model CAPM s náhradními odhady β
- stavebnicový model
- pomocí průměrné rentability
- odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů na cizí kapitál

a) Model CAPM s náhradními odhady β

Náklady na vlastní kapitál podniku vyjadřuje tvar rovnice:

$$N_v = \acute{U}BT + \beta * (VKT - \acute{U}BT) \quad (32)$$

N_v ...náklady na vlastní kapitál (%)

$\acute{U}BT$...úroková míra u bezrizikových vkladů

β ...koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

VKT ...průměrná výnosnost kapitálového trhu

$VKT - \acute{U}BT$...riziková premie kapitálového trhu (<http://www.damodaran.com/>) [12]

K odhadu beta koeficientu lze využít např. metodu analogie. Podstatou této metody je použití beta podobných podniků, které jsou obchodovány na burze nebo využití beta za určité odvětví. Beta koeficient se zjistí podle následujícího vztahu:

$$\beta_z = \beta_N * \left[1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right] \quad (33)$$

β_z ... β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

β_N ... β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (<http://www.damodaran.com/>)

T ...sazba daně z příjmů

CK ...cizí kapitál

VK ...vlastní kapitál [11]

tis.Kč	2003	2004	2005	2006	2007
ÚBT (bezriziková sazba)	4,00%	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%
β - nezadlužená	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
β - zadlužená	0,75	0,75	0,74	0,73	0,73
Riziková prémie	6,02%	6,04%	5,70%	5,96%	5,84%
Nvk	8,53%	9,30%	7,74%	8,13%	8,55%

Tabulka 17 Výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí CAPM Hedva, a.s. 2003-2007

Pozn. Koeficient β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení byl pro textilní odvětví zpřístupněn pouze do roku 2003. Pro následující roky se proto použil pouze koeficient z roku 2003.

b) Stavebnicový model

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál uplatňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (MPO) při svých analýzách upravenou variantu stavebnicového modelu:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{\text{Podnikatelké}} + r_{\text{FinStab}} + r_{\text{FinStruk}} \quad (34)$$

tis.Kč	2003	2004	2005	2006	2007
bezriziková sazba	4,00%	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%
r _{podnikatelské}	5,04%	10,00%	10,00%	10,00%	8,49%
r _{LA}	3,12%	3,22%	3,38%	3,59%	3,69%
r _{FinStab}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
r _{FinStruk}	1,82%	2,76%	2,25%	2,02%	0,84%
Nvk	13,98%%	20,78%%	19,16%%	19,38%%	17,30%%

Tabulka 18 Odvození nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody

c) Dividendový model

Pomocí dividendového modelu lze zjistit náklady na vlastní kapitál, za předpokladu, že podnik vyplácí dividendy a je zastáncem stabilní dividendové politiky. Tyto náklady charakterizují očekávanou výnosnost kmenových akcií, kterou požadují investoři z těchto akcií.

$$N_v = \frac{D_k * 100}{C_k - E} + g \quad (35)$$

D_k...roční dividendy z akcie v Kč koncem prvního roku

C_k...tržní cena akcie

E...emisní náklady na akcii

g...očekávané konstantní zvýšení dividendy v % [11]

Společnost Hedva, a.s. patří mezi podniky, jež nevyplácejí podíly na zisku a nejsou obchodovatelné na burze. Není známá tržní hodnota, tudíž nelze tento model na firmu aplikovat.

d) Pomocí průměrné rentability

Metoda vychází z údajů o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu (ROE) v příslušném odvětví.

OKEČ 17	2003	2004	2005	2006	2007
Rentabilita odvětví	4,29%	4,70%	2,25%	-2,59%	-0,54%

Tabulka 19 Odvození nákladů vlastního kapitálu pomocí průměrné rentability VK

e) Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál

Při aplikaci tohoto modelu se předpokládá, že náklady vlastního kapitálu jsou vyšší než náklady cizího kapitálu. Platí tedy:

Náklady na vlastní kapitál = náklady na cizí kapitál + riziková přírážka

Doporučuje se použít přírážku ve výši 2-3 %. V tomto případě byla zvolena přírážka 3 %.

Úrokové sazby bankovních úvěrů využívaných společností Hedva vychází z předešlých výpočtů (Tabulka 15).

	2003	2004	2005	2006	2007
Úroková sazba BÚ	4,28%	4,50%	4,17%	3,71%	4,05%
Přirážka	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
N_{vk}	7,28%	7,50%	7,17%	6,71%	7,05%

Tabulka 20 Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál

f) Přehled nákladů na vlastní kapitál podle různých přístupů

Souhrn předcházejících výpočtů uvádí Tabulka 21. Aritmetickým průměrem z předešlých hodnot získáme průměrnou hodnotu nákladů na vlastní kapitál.

	2003	2004	2005	2006	2007
CAPM	8,53%	9,30%	7,74%	8,13%	8,55%
Průměr.rentabilita odvětví	4,29%	4,70%	2,25%	-2,59%	-0,54%
Odvození z N_{ck}	7,28%	7,50%	7,17%	6,71%	7,05%
Stavebnicový model	13,98%	20,78%	19,16%	19,38%	17,30%
Prům.hodnota nákladů na VK (váha 1 u každé hodnoty)	8,52%	10,57%	9,08%	7,91%	8,09%

Tabulka 21 Průměrná hodnota nákladů na vlastní kapitál [10]

8.2.3 Průměrné náklady kapitálu (WACC)

Pro výpočet váženého aritmetického průměru na celkový podnikový kapitál se použije následující vztah:

$$WACC = n_{ck} * (1 - t) * \frac{CK}{C} + n_{vk} * \frac{VK}{C} \quad (36)$$

Zdroje údajů pro výpočet:

- náklady na cizí kapitál (Tabulka 15)
- náklady na vlastní kapitál (výsledek modelu CAPM)
- kapitálová struktura (Tabulka 13)

	2003	2004	2005	2006	2007
N _{ck}	4,28%	4,50%	4,17%	3,71%	4,05%
N _{vk}	8,53%	9,30%	7,74%	8,13%	8,55%
CK / C (na konci roku)	3,99%	2,70%	1,44%	0,13%	0,00%
VK / C (na konci roku)	96,01%	97,30%	98,56%	99,87%	100,00%
WACC	8,36%	9,17%	7,69%	8,12%	8,55%

Tabulka 22 Výpočet WACC Hedva, a.s. v letech 2003-2007

Z tabulky 22 je zřejmé postupné snižování podílu cizích dlouhodobých zdrojů k celkové kapitálové struktuře. V roce 2005 byly průměrné náklady na kapitál nejnižší, což zapříčinil ještě vyšší podíl vlastního kapitálu než v minulém roce. V roce 2006 se WACC začaly zvyšovat, protože podíl vlastních zdrojů byl více jak 99 % a stouply i náklady na tento kapitál. V posledním roce nastala situace, kdy WACC se vyrovnaly nákladům vlastního kapitálu. Důvodem byl nulový procentní podíl dlouhodobých cizích zdrojů, které Hedva, a.s. zcela splatila.

8.3 Teorie čtyř dimenzí kapitálové struktury podle Brealyho-Myerse

Brealey a Myers o kapitálové struktuře uvažují ve čtyřech dimenzích, mezi nichž patří: daně, riziko, typ aktiv a potřeba finanční volnosti. Vypůjčováním získají firmy daňovou výhodu, působí tzv. daňový štít. Společnosti s finanční tísní podstupují vysoké podnikatelské riziko, a proto se takové firmy zpravidla méně zadlužují. Pokud ve firmě převládají spíše aktiva nehmotná, je pravděpodobné, že si bude půjčovat méně než podniky s aktivy hmotnými. Jelikož v situaci úpadku u firmy závislé na nehmotných aktivech, bude hodnota těchto aktiv rychle klesat. Podnikům s růstovými příležitostmi a kladnou čistou současnou

hodnotou je doporučováno ponechat si tzv. finanční volnost, tzn. mít dostupné dostatečné množství peněz, v případě naskytnutí perspektivní investiční příležitosti. [2]

a) Daně – Hedva, a.s. se řadí mezi podniky resp. do odvětví, které se nachází v nepříliš příznivé situaci, jak již bylo zmíněno v předcházejících analýzách. Společnost vykazovala v letech 2004 - 2006 ztrátu. V posledním roce sice dosáhla kladný výsledek hospodaření, ale stále není v dostatečné výši. Za těchto poměrů se firma nemůže v budoucnu spoléhat na příznivý vývoj hospodářského výsledku, tudíž lze předpokládat, že daňového štítu nevyužije a bude upřednostňovat financování z vlastních zdrojů, což uplatňuje i v současnosti. Tento způsob financování je prozatím nejpříjemnější.

b) Riziko – Likvidita společnosti splňuje doporučené hodnoty MPO, a dokonce se pohybuje nad odvětvovým průměrem. Na druhou stranu je zde fakt, že v letech 2004-2006 měla firma problémy s vytvářením potřebného zisku pro krytí potenciálních úroků a půjček, tudíž by nebyla schopná splácet úvěr. Z toho důvodu společnost snížila svou zadluženost, zejména dlouhodobé bankovní úvěry.

c) Typ aktiv - Do roku 2006 byl v podniku nepatrně vyšší podíl dlouhodobých aktiv (cca 60 %) než oběžného majetku. V posledním roce se však na aktivech podílely rovným dílem. Majetková struktura Hedvy a.s. je téměř totožná s majetkovou strukturou odvětví. Dále je patné, že společnost, jako výrobní podnik, má ve své majetkové struktuře jasný vyšší podíl hmotného dlouhodobého majetku než nehmotného, proto je zde předpoklad vyššího půjčování peněz.

d) Finanční volnost – Nejsnáze dostupné zdroje, kterými firma v současnosti disponuje jsou zdroje vlastní. Jelikož je firma financována převážně z vlastních zdrojů, lze předpokládat, že má také dostatečnou finanční volnost.

8.4 Teorie Modiglianiho a Millera

Wöhe ve své knize uvádí pojem tzv. pákový efekt, v anglosaské literatuře jako „Leverage-Effect“, který sleduje závislost rentability vlastního kapitálu na míře zadlužení (finanční páka), přičemž tento efekt může působit pozitivně, negativně nebo indiferentně. Pokud úrok z cizího kapitálu je nižší než rentabilita celkového kapitálu, s rostoucí zadlužeností roste i rentabilita vlastního kapitálu a hovoříme o pozitivním efektu. Může nastat i situace opačná, kdy úrok z dluhu převyšuje rentabilitu celkového kapitálu a páka má z toho důvodu efekt negativní, jelikož s rostoucí zadlužeností rentabilita vlastního kapitálu začne kle-

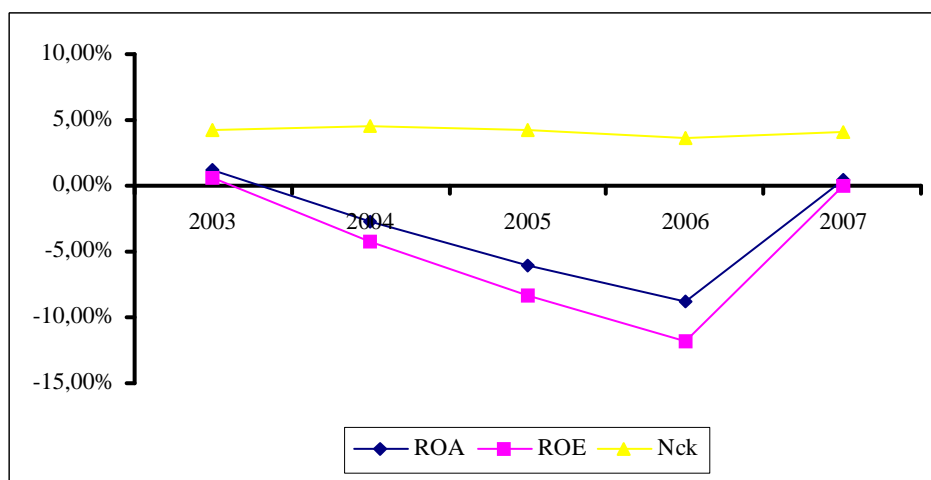
sat. O neutrálním stavu, čili indiferentním, mluvíme v případě rovnosti porovnávaných faktorů.[19]

Vývoj rentability celkového i vlastního kapitálu a nákladů na cizí kapitál znázorňuje Tabulka 23.

	2003	2004	2005	2006	2007
ROA (rentabilita celk.kap.)	1,16%	-2,68%	-5,99%	-8,79%	0,40%
ROE (rentabilita vlast.kap.)	0,67%	-4,21%	-8,30%	-11,88%	0,03%
Nck (náklad dluhu)	4,28%	4,50%	4,17%	3,71%	4,05%

Tabulka 23 Rentabilita kapitálu a náklady dluhu

Z grafu je patrné, že náklady na cizí kapitál jsou vyšší než dosahovaná rentabilita, tudíž lze mluvit o negativním působení finanční páky. Avšak je nutné vzít v úvahu, že na rentabilitu nepříznivě působil záporný výsledek hospodaření v letech 2004 - 2006 (vliv odbytové recese). Podnik každoročně snižoval úvěrovou zatíženost, zejména dlouhodobý cizí kapitál, který byl v posledním roce zcela splacen. Firma by měla upřednostnit financování výhradně z vlastních zdrojů, načež by nastala situace, ve které by finanční páka nepůsobila vůbec.



Graf 10 Vývoj rentability a nákladů na cizí kapitál

9 SHRUTÍ ANALYTICKÉ ČÁSTI

Za kritické období firmy lze považovat rok 2004 - 2006. Během těchto let došlo k výraznému poklesu tržeb (v důsledku snížení spotřebitelské poptávky na tuzemském i zahraničním trhu po hedvábnickém sortimentu výrobků - nižší zájem o zboží byl ovlivněn zejména cenovou konkurencí východoasijských výrobků), výsledek hospodaření se pohyboval v záporných hodnotách a celkově došlo ke snížení výkonnosti podniku. V roce 2007 byly dosažené ekonomické výsledky výrazně lepší než v minulém roce. Odbyt společnosti vzrostl a došlo k meziročnímu navýšení tržeb o 21 %. Pozitivního výsledku se docílilo výrobkovou restrukturalizací založenou na utlumení výroby pro konfekci a zvýšení výroby a prodeje technických tkanin a tkanin pro volný čas. Významným přínosem pro tvorbu přidané hodnoty v roce 2007 bylo zajištění výroby pro belgickou textilní firmu Bekaert a postupné navyšování spolupráce s tuzemskou firmou Incot.

Majetková struktura Hedvy a.s. je téměř totožná s majetkovou strukturou odvětví. Dlouhodobý i oběžný majetek společnosti se na celkových aktivech podílely v posledním roce rovným dílem. Z analýzy finanční struktury bylo zjištěno, že firma upřednostňuje financování výhradně z vlastních zdrojů, přičemž odvětví využívá cizí zdroje mnohem intenzivněji. V analyzovaném období podnik průběžně a včas splácel své dlouhodobé úvěry. V posledním roce podnik zcela splatil investiční úvěr poskytnutý Českou spořitelnou. Z cizích úplatných zdrojů Hedva, a.s. upřednostňuje zejména zdroje krátkodobé (celková úvěrová zatíženost v roce 2007 činila 37 498 tis.Kč).

Čistý pracovní kapitál dosahoval vždy kladných hodnot, tudíž bude firma schopna pokračovat ve své činnosti i v případě, že bude nucena dostát veškerým svým závazkům.

Z analýzy ukazatelů zadluženosti vyplývá celkově nízká zadluženost podniku. Záporný výsledek hospodaření a pokles tržeb v důsledku snížení poptávky po zboží neumožňovaly podniku realizace rozsáhlých investic, a proto zde nebyl důvod, který by vedl firmu k tomu, aby čerpala peněžní prostředky výhradně z cizích zdrojů.

Z pohledu likvidity lze firmu hodnotit jako poměrně stabilní. Ve všech stupních likvidity firma dosahovala vyšších hodnot než je odvětvový průměr a téměř vždy splňovala doporučené hodnoty MPO.

Nejhorší výsledky byly odhaleny v ukazatelích rentability, jež zapříčinil záporný výsledek hospodaření. Jeho výši negativně ovlivnil pokles tržeb, zvýšené ceny nakupované energie a posilování CZK vůči EUR a USD. Nicméně v roce 2007 vykázaly všechny ukazatele ren-

tability mírné zlepšení. Vzhledem k vykazované ztrátě na hospodářském výsledku byly základním zdrojem financování společnosti odpisy a finanční hotovost. V dlouhodobém horizontu se firma musí snažit dosahovat co největších zisků, díky kterým se zvýší hodnota vlastního kapitálu.

Nedostatky byly zaregistrovány i při hodnocení aktivity podniku. Obratovost aktiv sice vzrostla, ale stále se nachází pod doporučenou hodnotou, což charakterizuje neúměrnou majetkovou vybavenost podniku a jeho neefektivní využití. Mezi největší nedostatky patří: vysoká doba obratu zásob, což znamená, že podnik drží zbytečné nelikvidní zásoby (prodej pomaluobrátkového zboží v II a N jakostech probíhal za ztížených podmínek, o dané zboží je na trhu minimální zájem) a vysoká doba obratu fixního majetku, jež je vyšší než odvětvový průměr a znamená nízké využití výrobní kapacity. Na druhou stranu je pozitivní, že oba ukazatelé měly klesající tendenci. Neuspokojivě dopadlo porovnání doby obratu pohledávek a závazků, kdy společnost poskytovala tzv. úvěr zdarma (povoluje svým odběratelům delší lhůty splatnosti). Zde naopak ukazatelé zaznamenaly nepříznivý rostoucí vývoj, který může ohrozit stávající likviditu společnosti. Firma se musí snažit získat nové, spolehlivé odběratele a stávající motivovat k placení a větším objednávkám, např. formou poskytování množstevních slev apod.

Souhrnný ukazatel Index IN05, který je lépe přizpůsoben podnikům v podmínkách České republiky, vykazoval nepříznivé výsledky, které svědčily o vážných finančních problémech společnosti. Nicméně jak Altmanův index, tak i index IN zaznamenaly v posledním roce rostoucí trend, což je jistě pozitivní signál.

Ekonomická přidaná hodnota, která hodnotí výkonnost podniku, zaznamenala ve všech analyzovaných letech zápornou hodnotu. Tento stav svědčí o tom, že firma nezhodnocovala vložené prostředky svých vlastníků.

Pro stanovení optimální kapitálové struktury bylo použito Teorie Klasické kapitálové struktury, Teorie čtyř dimenzí a Teorie Modiglianiho a Millera. Z výsledků Teorie 4 dimenzí lze konstatovat, že společnost je minimálně zadlužena, a tudíž má prostor po další zvyšování zadluženosti. Nicméně ukazatel úrokového krytí vykazuje kritické hodnoty, není proto vhodné podnik příliš zadlužovat. Předpokládá se, že finanční volnost podniku bude dostatečná, jelikož pro financování svých aktivit využívá převážně vlastní zdroje. Dále bylo zjištěno, že podnik během analyzovaného období dosahoval buď velmi nízkého, a nebo záporného výsledku hospodaření. V tomto případě zde není prostor pro využití daňového štítu a z toho důvodu ani možnost zvýšit zadlužení. Prostřednictvím Teorie 4 dimenzí

bylo řešeno riziko a typ aktiv. Největší úspěch společnost zaznamenala v oblasti likvidity, tzn., že podniku nehrozí riziko platební neschopnosti. Platí pravidlo, že čím je dlouhodobý majetek vyšší, tím více je zapotřebí využívat vlastního kapitálu. Stálá aktiva a oběžný majetek se na majetkové struktuře podílí rovným dílem, není prozatím přijatelné zvyšovat zadluženost. Teorie 4 dimenzí podává spíše doporučující návrhy, než přesné kvantifikované výsledky. Proto je věrohodnější vycházet z Klasické teorie kapitálové struktury. Cílem Klasické teorie je zjištění nákladů jak na vlastní, tak i na cizí kapitál. Pro určení nákladů vlastního kapitálu se použily různé metody, avšak průměrné náklady na vlastní kapitál se pohybovaly mezi hodnotami 7,91 % – 10,57 %. Náklady na cizí kapitál byly stanoveny pomocí metody nákladových úroků, jelikož úrokové sazby bankovních úvěrů společnosti nebyly k dispozici. Dalším krokem byl výpočet vážených průměrných nákladů (WACC), které vykazovaly hodnoty v rozmezí 7,69 % - 9,17 %. Aplikace Teorie Modiglianiho a Millera odhalila negativní působení finanční páky v důsledku vyšších nákladů dluhu než dosažené rentability.

Společnost využívá k financování svého majetku výhradně zdroje vlastní než cizí. Celková zadluženost podniku je velmi nízká (cca 20 %). Znamená to, že podnik využívá svůj dlouhodobý kapitál také pro financování krátkodobých aktiv. Management podniku se tedy ubírá cestou směřující ke konzervativnímu způsobu financování.

Pomocí analýzy kapitálové struktury s použitím vybraných teorií lze učinit závěr, že by společnost měla nadále pokračovat ve zvoleném způsobu financování, tzn. převážně z vlastních zdrojů. Aby společnost mohla uvažovat o použití cizích zdrojů (zejména dlouhodobých), musela by nejprve zvýšit rentabilitu celkového kapitálu, a to za předpokladu kladného působení finanční páky.

ZÁVĚR

Cílem této bakalářské práce bylo zhodnocení finanční výkonnosti společnosti za pomoci nástrojů finanční analýzy a stanovení optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem.

Teoretická část vycházela především z odborné literatury týkající se optimální kapitálové struktury. Z těchto teoretických podkladů byla následně zpracována analytická část bakalářské práce.

V úvodu praktické části byla nejprve představena společnost Hedva, a.s. Poté následovala analýza vnějšího prostředí firmy pomocí Porterova modelu pěti sil, PEST analýzy a stručné odvětvové analýzy. Jádro analytické části tvořila především finanční analýza a analýza kapitálové struktury. V rámci finanční analýzy se především vycházelo z údajů účetních výkazů. Poměrové ukazatele odhalily problémy v oblasti rentability a aktivity. Společnost by měla učinit opatření týkající se tvorby zisku a efektivnějšího využití majetku - zvláště se zaměřit na obratovost pohledávek a závazků. Silná stránka podniku byla však objevena v ukazatelích likvidity, tudíž není pochyb o vynikající finanční stabilitě. Analýza kapitálové struktury se spíše zaobírala poměrem mezi vlastním a cizím kapitálem a jejich náklady. Management podniku zvolil k profinancování svých podnikatelských aktivit ve značné míře vlastní zdroje, což je momentálně pro podnik nejpříjemnější způsob. Druhá alternativa financování, tzn. pomocí cizích zdrojů, je při současné špatné rentabilitě kapitálu jednoznačně nevhodná a vyšší zadluženost by tudíž mohla ohrozit stávající platební schopnost podniku. Nejvhodnější kapitálovou strukturou je tedy pro podnik prozatím dosavadní převažující podíl vlastních zdrojů.

Je nutné zdůraznit, že se společnost nachází v odvětví čelící obrovské konkurenci, zejména se potýká s náparem asijského dovozu. České textilní podniky by se proto měly zaměřit z velké části na marketing a výrobu výrobků s novými užitečnými vlastnostmi a vysokou kvalitou.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] BAŘINOVÁ, D., VOZŇÁKOVÁ, I. *Vyhodnocení a využití účetních výkazů pro manažery, společníky a akcionáře*. 1. vyd. Praha 7 : GRADA Publishing, a. s., 2005. 100 s. ISBN 80-247-1115-X.
- [2] BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Zdeněk Tůma, Milan Tůma. Praha : Victoria Publishing, c1992. 1032 s. ISBN 80-85605-24-4.
- [3] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. díl vyd. Praha : Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, 1997. 197 s. ISBN 80-7079-257-4.
- [4] FOTR, J., SOUČEK, I. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování* . 1. vyd. Praha : Grada, 2005. 356 s. Expert. ISBN 80-247-0939-2.
- [5] JINDŘICHOVSKÁ, I., BLAHA, Z. S. *Podnikové finance*. 1. vyd. Praha : Management Press, 2001. 316 s. ISBN 80-7261-025-2.
- [6] KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C.H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- [7] KOLÁŘ, P. *Manažerské finance* . [s.l.] : Impreso, 1997. 257 s. ISBN 80-1589-150-2.
- [8] KUBÍČKOVÁ, D., KOTĚŠOVCOVÁ, J. *Finanční analýza*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola finanční a správní, 2006. 125 s. ISBN 80-86754-57-X.
- [9] MRKVIČKA, J., KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha : ASPI, 2006. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.
- [10] NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. 1. vyd. [s.l.] : Published 2007 Grada Publishing a.s., 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- [11] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha : Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [12] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Řízení podnikových financí : Studijní pomůcka pro distanční studium*. 1. vyd. Zlín : Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2003. 312 s. ISBN 80-7318-128-2.

- [13] SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vyd. [s.l.] : Grada Publishing, a. s., 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.
- [14] SMEJKAL, V., RAIS, K. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha : Grada, 2006. 296 s. Expert. ISBN 80-247-1667-4.
- [15] SYNEK, M. *Manažerská ekonomika* . Praha : Grada Publishing a.s., 2007. 452 s. ISBN 8024719924.
- [16] VALACH, J., et al. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. vyd. Praha : EKOPRESS, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [17] VEBER, J., SRPOVÁ, J. *Podnikání malé a střední firmy*. 1. vyd. Praha : Grada Publishing, 2005. 304 s. ISBN 80-247-1069-2.
- [18] WAWROSZ, P. *Zdroje financování podnikatelské činnosti*. 1. vyd. Ostrava : Sagit, 1999. 336 s. ISBN 80-7208-106-3.
- [19] WÖHE, G. *Úvod do podnikového hospodářství*. 1. české vyd. Praha : C. H. Beck, 1995. 748 s. ISBN 80-7179-014-1.

Internetové zdroje:

- [20] Ministerstvo průmyslu a obchodu : Panorama zpracovatelského průmyslu [online]. 2007 [cit. 2009-04-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/hledani.html?searchtext=panorama&lid=1&pg=2>>.
- [21] BUREL, Jiří. *Ministerstvo průmyslu a obchodu : Strategie textilního a oděvního průmyslu - vybrané kapitoly I. etapy studie* [online]. 2006 [cit. 2009-04-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument9000.html>>.
- [22] *Ministerstvo financí : Makroekonomická predikce* [online]. 2009 [cit. 2009-04-02]. Dostupný z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html>.
- [23] NEUMAIEROVI, Inka a Ivan. *Jak si stojí váš podnik. EKONOM.IHNED* [online]. 2007 [cit. 2009-04-02]. Dostupný z WWW: <<http://ekonom.ihned.cz/c1-21390070-jak-si-stoji-vas-podnik>>.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

β_Z	Beta zadlužená
β_N	Beta nezadlužená
β	Beta
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CK	Cizí kapitál
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČZ	Čistý zisk
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	Čistý zisk po zdanění
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EBT	Zisk před zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FM	Finanční majetek
HV	Hospodářský výsledek
i	Úroková sazba
KBU	Krátkodobé bankovní úvěry
KZ	Krátkodobé závazky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Trhem přidaná hodnota
N	Náklady
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý zisk z operativní činnosti
NÚ	Nákladové úroky

OA	Oběžná aktiva
OKEČ	Odvětвовá klasifikace ekonomických činnosti
OON	Ostatní osobní náklady
re	Náklady na vlastní kapitál
rf	Bezriziková přírážka
rfinstab	Riziková přírážka za finanční stabilitu
rLA	Riziková přírážka za likviditu
rpodniktel.	Riziková přírážka za podnikatelské riziko
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
SA	Stálá aktiva
T	Tržby
t	Daňová sazba
ÚZ	Úplatné zdroje
V	Výnosy
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Finanční a kapitálová struktura podniku [12]	11
Obrázek 2 Neutrální přístup financování [11]	12
Obrázek 3 Konzervativní přístup financování [11]	12
Obrázek 4 Agresivní přístup financování [11]	12
Obrázek 5 Přístupy k odhadu nákladů na vlastní kapitál [12]	16
Obrázek 6 Klasifikace finančních zdrojů [7]	19
Obrázek 7 Organizační schéma Hedva, a. s.	35
Obrázek 8 Pyramidový rozklad Hedva, a.s. ROE v letech 2003-2007	51
Obrázek 9 Rozdělení podniků dle ROE [23]	55
Obrázek 10 Vývoj nákladů kapitálu v závislosti na míře zadluženosti [16]	57

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Výrobní sortiment Hedva, a.s.	34
Graf 2 Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2003-2007	36
Graf 3 Odbyt společnosti Hedva v roce 2007	40
Graf 4 Majetková struktura firmy Hedva, a. s. v letech 2003-2007	43
Graf 5 Finanční struktura firmy Hedva, a.s. v letech 2003-2007	43
Graf 6 Vývoj hospodářského výsledku Hedva, a.s. v letech 2003-2007	44
Graf 7 Krytí DM dlouhodobými zdroji Hedva,a.s.v letech 2003-2007	46
Graf 8 Vývoj ukazatelů likvidity Hedva, a.s. v letech 2003-2007.....	48
Graf 9 Vývoj ukazatelů obratovosti podniku Hedva, a.s.	50
Graf 10 Vývoj rentability a nákladů na cizí kapitál.....	64

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1. Vymezení ukazatelů [8].....	26
Tabulka 2 Vývoj ekonomických ukazatelů v letech 2003-2007 [22].....	39
Tabulka 3 Vývoj kurzu eura a dolaru k české koruně [22].....	39
Tabulka 4 Čistý pracovní kapitál Hedva, a.s. 2003-2006.....	45
Tabulka 5 Ukazatele zadluženosti Hedva, a.s. 2003-2007	46
Tabulka 6 Ukazatelé likvidity Hedva, a.s. v letech 2003-2007	47
Tabulka 7 Ukazatelé rentability Hedva, a.s. v letech 2003-2007	48
Tabulka 8 Ukazatelé aktivity Hedva, a.s. v letech 2003-2007	49
Tabulka 9 Altmanův index Hedva, a.s. v letech 2003-2007.....	52
Tabulka 10 Index IN05 Hedva, a.s. v letech 2003-2007	53
Tabulka 11 Výpočet nákladů na cizí a vlastní kapitál Hedva, a.s. v letech 2003-2007.....	54
Tabulka 12 Výpočet ukazatele EVA Hedva, a.s. v letech 2003-2007.....	55
Tabulka 13 Kapitálová struktura Hedva, a.s. v letech 2003-2007.....	56
Tabulka 14 Kapitálová struktura odvětví v letech 2003-2007.....	56
Tabulka 15 Náklady na bankovní úvěr Hedva, a.s.	58
Tabulka 16 Náklady na bankovní úvěr (vliv daně z příjmů) Hedva, a.s.	58
Tabulka 17 Výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí CAPM Hedva, a.s. 2003- 2007	60
Tabulka 18 Odvození nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody.....	60
Tabulka 19 Odvození nákladů vlastního kapitálu pomocí průměrné rentability VK.....	61
Tabulka 20 Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál.....	61
Tabulka 21 Průměrná hodnota nákladů na vlastní kapitál [10]	61
Tabulka 22 Výpočet WACC Hedva, a.s. v letech 2003-2007	62
Tabulka 23 Rentabilita kapitálu a náklady dluhu	64

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Účetní výkazy Hedva, a.s.
- P II Horizontální a vertikální analýza majetkové a finanční struktury Hedva, a.s.
- P III Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát Hedva, a.s.
- P IV Majetková a finanční struktura odvětví
- P V Metodika výpočtu alternativního nákladu na kapitál

PŘÍLOHA PI ÚČETNÍ VÝKAZY HEDVA, A.S.

ROZVAHA v plném rozsahu						
		2003	2004	2005	2006	2007
	Aktiva celkem (tis.Kč)	755 889	723 154	668 547	601 989	590 071
A	Pohledávky za upsaný základní					
B	Dlouhodobý majetek	456 331	437 962	372 618	348 648	296 787
<i>B.I</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>167</i>	<i>112</i>	<i>120</i>	<i>0</i>	<i>208</i>
B.I.1	Zřizovací výdaje	0				
B.I.2	Nehmotné výsledky výzkumné a	0				
B.I.3	Software	167	112	120		208
B.I.4	Ocenitelná práva	0				
B.I.5	Goodwill	0				
B.I.6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0				
B.I.7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný	0				
B.I.8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý	0				
<i>B.II</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>401 190</i>	<i>379 770</i>	<i>347 956</i>	<i>322 733</i>	<i>294 352</i>
B.II.1	Pozemky	25 735	25 698	25 687	26 077	25 946
B.II.2	Stavby	136 073	133 294	132 150	134 624	131 337
B.II.3	Samostatné movité věci a soubory	234 628	202 861	180 922	155 387	132 741
B.II.4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0				
B.II.5	Základní stádo a tažná zvířata	0				
B.II.6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	2 628	2 628	2 628	2 628	2 628
B.II.7	Nedokončený dlouhodobý hmotný	1 036	9 405	6 569	4 017	1 700
B.II.8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý	1 090	5 884			
B.II.9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0				
<i>B.III</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>54 974</i>	<i>58 080</i>	<i>24 542</i>	<i>25 915</i>	<i>2 227</i>
B.III.1	Podíly v ovládaných a řízených oso-	0				200
B.III.2	Podíly v účetních jednotkách pod	0				2 027
B.III.3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a	54 974	55 768	12 995	25 881	
B.III.4	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným	0				
B.III.5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0				
B.III.6	Pořizovaný dlouhodobý finanční	0				
B.III.7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý	0	2 312	11 547	34	
C	Oběžná aktiva	298 619	284 559	295 061	253 189	293 271
<i>C.I</i>	<i>Zásoby</i>	<i>144 793</i>	<i>174 632</i>	<i>158 124</i>	<i>130 173</i>	<i>137 563</i>
C.I.1	Materiál	52 034	51 606	43 236	40 667	37 172
C.I.2	Nedokončená výroba a polotovary	53 545	65 044	63 588	55 999	62 587
C.I.3	Výrobky	37 423	55 814	48 436	30 481	34 148
C.I.4	Zvířata	0				
C.I.5	Zboží	1 598	1 877	2 517	2 570	3 068
C.I.6	Poskytnuté zálohy na zásoby	193	291	347	456	588
<i>C.II</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>242</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
C.II.1	Pohledávky z obchodních vztahů	242				
C.II.2	Pohledávky za ovládanými a řízenými	0				
C.II.3	Pohledávky za účetními jednotkami	0				
C.II.4	Pohledávky za společníky, členy	0				
C.II.5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0				
C.II.6	Dohadné účty aktivní	0				
C.II.7	Jiné pohledávky	0				
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	0				
<i>C.III</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>94 511</i>	<i>60 900</i>	<i>114 539</i>	<i>115 346</i>	<i>135 258</i>
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	87 639	58 903	113 130	111 403	132 238
C.III.2	Pohledávky za ovládanými a řízenými	0				
C.III.3	Pohledávky za účetními jednotkami	0				
C.III.4	Pohledávky za společníky, členy	0				
C.III.5	Sociální zabezpečení a zdravotní	0				
C.III.6	Stát - daňové pohledávky	93				
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	1 833	1 354	1 139	2 913
C.III.8	Dohadné účty aktivní	186		15	76	
C.III.9	Jiné pohledávky	6 593	164	40	2 728	107
<i>C.IV</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>59 073</i>	<i>49 027</i>	<i>22 398</i>	<i>7 670</i>	<i>20 450</i>
C.IV.1	Peníze	582	321	339	241	306
C.IV.2	Účty v bankách	38 591	38 506	22 059	7 429	8 991
C.IV.3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	19 900	10 200			11 153
C.IV.4	Pořizovaný krátkodobý finanční maje-	0				
<i>D.I</i>	<i>Časové rozlišení</i>	<i>930</i>	<i>630</i>	<i>868</i>	<i>152</i>	<i>13</i>
D.I.1	Náklady příštích období	930	630	868	152	13
D.I.2	Komplexní náklady příštích období	0				

D.I.3	Příjmy příštích období	9	3			
	Pasiva celkem (tis.Kč)	755 889	723 154	668 547	601 989	590 071
A	Vlastní kapitál	596 748	573 191	529 081	470 300	470 604
A.I	Základní kapitál	790 145	790 145	790 145	741 056	741 000
A.I.1	Základní kapitál	790 145	790 145	790 145	741 000	741 000
A.I.2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly				56	
A.I.3	Změny základního kapitálu					
A.II	Kapitálové fondy	4 407	5 314	5 457	4 885	5 406
A.II.1	Emisní ážio					
A.II.2	Ostatní kapitálové fondy	5 502	5 547	5 543	5 466	5 465
A.II.3	Oceňovací rozdíly z přecenění majet-	-1 095	-233	-86	-581	-59
A.II.4	Oceňovací rozdíly z přecenění při					
A.III	Rezervní fondy, nedělitelný fond a	86 078	86 107	85 753	85 360	84 999
A.III.1	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný	83 589	83 790	83 790	83 790	83 790
A.III.2	Statutární a ostatní fondy	2 489	2 317	1 963	1 570	1 209
A.IV	Výsledek hospodaření z minulých let	-287 907	-284 244	-308 375	-305 149	-360 947
A.IV.1	Nerozdělený zisk minulých let					
A.IV.2	Neuhrazená ztráta minulých let	-287 907	-284 244	-308 375	-305 149	-360 947
A.V	Výsledek hospodaření běžného účet-	4 025	-24 131	-43 899	-55 852	146
B	Cizí zdroje	159 097	145 176	134 169	125 853	116 716
B.I	Rezervy	0	0	0	0	0
B.I.1	Rezervy podle zvláštních právních					
B.I.2	Rezerva na důchody a podobné					
B.I.3	Rezerva na daň z příjmů					
B.I.4	Ostatní rezervy					
B.II	Dlouhodobé závazky	2 406	1 114	525	0	0
B.II.1	Závazky z obchodních vztahů					
B.II.2	Závazky k ovládaným a řízeným					
B.II.3	Závazky k účetním jednotkám pod					
B.II.4	Závazky ke společníkům, členům					
B.II.5	Dlouhodobé přijaté zálohy					
B.II.6	Vydané dluhopisy					
B.II.7	Dlouhodobé směnky k úhradě					
B.II.8	Dohadné účty pasivní					
B.II.9	Jiné závazky	2 406	1 114	525		
B.II.10	Odložený daňový závazek					
B.III	Krátkodobé závazky	45 243	44 473	47 541	54 857	79 218
B.III.1	Závazky z obchodních vztahů	31 890	37 364	40 111	45 730	70 737
B.III.2	Závazky k ovládaným a řízeným					
B.III.3	Závazky k účetním jednotkám pod					
B.III.4	Závazky ke společníkům, členům					
B.III.5	Závazky k zaměstnancům	148	134	141	113	106
B.III.6	Závazky ze sociálního zabezpečení a	3 158	2 979	2 949	2 779	2 860
B.III.7	Stát - daňové závazky a dotace	3 391	1 136	1 422	919	596
B.III.8	Krátkodobé přijaté zálohy	2 615	1 268	608	823	1 709
B.III.9	Vydané dluhopisy					
B.III.10	Dohadné účty pasivní	4 041	1 592	1 749	4 493	3 210
B.III.11	Jiné závazky			561		
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	111 448	99 589	86 103	70 996	37 498
B.IV.1	Bankovní úvěry dlouhodobé	22 400	14 800	7 200	600	0
B.IV.2	Krátkodobé bankovní úvěry	88 042	82 521	76 977	69 724	36 500
B.IV.3	Krátkodobé finanční výpomoci	1 006	2 268	1 926	672	998
C.I	Časové rozlišení	44	4 787	5 297	5 836	2 751
C.I.1	Výdaje příštích období		4 747	4 552	5 086	2 024
C.I.2	Výnosy příštích období	44	40	745	750	727

Výkaz zisků a ztrát v plném rozsahu - druhové členění

	2003	2004	2005	2006	2007
1 I Tržby za prodej zboží	6 906	6 236	7 522	7 059	7 704
2 A Náklady vynaložené na prodej zboží	5 858	5 007	5 780	5 731	6 483
3 + Obchodní marže	1 048	1 229	1 742	1 328	1 221
4 II Výkony	567 894	526 033	439 560	397 984	531 052
5 II. 1 Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	573 616	492 572	439 370	423 191	517 997
6 II. 2 Změna stavu vnitrop. zásob vl. výroby	-9 729	30 021	-3 167	-27 722	10 332
7 II. 3 Aktivace	4 007	3 440	3 357	2 515	2 723
8 B Výkonová spotřeba	398 559	371 605	313 808	297 250	377 536
9 B. 1 Spotřeba materiálu a energie	349 195	325 182	271 107	256 541	336 441
10 B. 2 Služby	49 364	46 423	42 701	40 709	41 095
11 + Přidaná hodnota	170 383	155 657	127 494	102 062	154 737
12 C Osobní náklady	126 536	124 636	112 722	110 797	112 025
13 C. 1 Mzdové náklady	91 051	91 277	82 269	81 027	81 236
14 C. 2 Odměny členům orgánů společnosti a družstva	2 161	2 193	2 197	1 989	2 651
15 C. 3 Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	33 324	31 166	28 256	27 781	28 138
16 C. 4 Sociální náklady					
17 D Daně a poplatky	3 507	1 248	1 050	1 039	1 039
18 E Odpisy investičního majetku	47 812	48 626	44 414	41 212	36 048
19 III Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	28 094	4 237	3 233	2 533	3 395
20 III. 1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	25 218	2 225	1 098	739	1 014
21 III. 2 Tržby z prodeje materiálu	2 876	2 012	2 135	1 794	2 381
22 F Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	10 392	2 571	2 530	1 910	2 001
23 F.1 Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku	6 867	635	248	63	214
24 F.2 Prodaný materiál	3 525	1 936	2 282	1 847	1 787
25 G Změna stavu rezerv a opravných položek	-34 534	-6 622	5 039	-1 957	-116
26 IV. Ostatní provozní výnosy	9 214	5 685	7 725	9 628	12 931
27 H Ostatní provozní náklady	42 963	16 517	11 462	13 479	17 228
28 V. Převod provozních výnosů					
29 I. Převod provozních nákladů					
29 * Provozní výsledek hospodaření	11 015	-21 397	-38 765	-52 257	2 838
30 VI. Tržby z prodeje cenných papírů a vkladů	5 383	8 100	49 094	16 500	59 670
31 J. Prodané cenné papíry a vklady	5 159	3 843	48 512	14 664	59 380
32 VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	19	14	0	270	867
33 VII. 1 Výnosy z CP a vkladů ve skupině					
34 VII. 2 Výnosy z ostatních CP a vkladů				270	867
35 VII. 3 Výnosy z ostatních finančních investic	19	14			
36 VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku					
37 K. Náklady finančního majetku					
38 IX. Výnosy z přecenění CP a derivátů					1 146
39 L. Náklady z přecenění CP a derivátů					
40 M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti					-240
41 X. Výnosové úroky	851	759	542	291	70
42 N. Nákladové úroky	4 768	4 753	3 872	2 915	2 197
43 XI. Ostatní finanční výnosy	5 116	5 828	3 824	2 898	5 035
44 O. Ostatní finanční náklady	8 432	8 839	6 210	5 975	8 143
45 XII. Převod finančních výnosů					
46 P. Převod finančních nákladů					
47 * Finanční výsledek hospodaření	-6 990	-2 734	-5 134	-3 595	-2 692
48 Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0	0	0	0
49 Q1. splatná					
50 Q2. odložená					
51 ** Výsledek z hospodaření za běžnou činnost	4 025	-24 131	-43 899	-55 852	146
52 XIII. Mimořádné výnosy					
53 R. Mimořádné náklady					
54 S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
55 S1. splatná					
56 S2. odložená					
57 * Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
58 T. Převod podílu na HV společníkům					
59 *** Výsledek hospodaření za účetní jednotku	4 025	-24 131	-43 899	-55 852	146
60 Výsledek hospodaření před zdaněním	4 025	-24 131	-43 899	-55 852	146

PŘÍLOHA P II HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY HEDVA, A.S.

Vertikální analýza majetkové struktury:

tis.Kč	2003		2004		2005		2006		2007	
	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%
Aktiva celkem	755 889	100%	723 154	100%	668 547	100%	601 989	100%	590 071	100%
Dlouhodobý majetek	456 331	60,37%	437 962	61%	372 618	56%	348 648	58%	296 787	50%
Dlouhodobý nehmotný	167	0,02%	112	0%	120	0%	0	0%	208	0%
Dlouhodobý hmotný m	401 190	53,08%	379 770	53%	347 956	52%	322 733	54%	294 352	50%
Dlouhodobý finanční m	54 974	7,27%	58 080	8%	24 542	4%	25 915	4%	2 227	0%
Oběžná aktiva	298 619	40%	284 559	39%	295 061	44%	253 189	42%	293 271	50%
Zásoby	144 793	19,16%	174 632	24,15%	158 124	24%	130 173	22%	137 563	23%
Dlouhodobé pohledávky	242	0,03%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Krátkodobé pohledávky	94 511	12,50%	60 900	8%	114 539	17%	115 346	19%	135 258	23%
Krátkodobý finanční m	59 073	7,82%	49 027	7%	22 398	3%	7 670	1%	20 450	3%
Časové rozlišení	939	0,12%	633	0%	868	0%	152	0%	13	0%

Vertikální analýza finanční struktury:

tis.Kč	2003		2004		2005		2006		2007	
	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%
Pasiva celkem	755 889	100%	723 154	100%	668 547	100%	601 989	100%	590 071	100%
Vlastní kapitál	596 748	78,95%	573 191	79%	529 081	79%	470 300	78%	470 604	80%
Základní kapitál	790 145	105%	790 145	109%	790 145	118%	741 056	123%	741 000	126%
Kapitálové fondy	4 407	1%	5 314	1%	5 457	1%	4 885	1%	5 406	1%
Rez.fond	86 078	11%	86 107	12%	85 753	13%	85 360	14%	84 999	14%
VH m.o.	-287 907	-38%	-284 244	-39%	-308 375	-46%	-305 149	-51%	-360 947	-61%
VH.b.o.	4 025	1%	-24 131	-3%	-43 899	-7%	-55 852	-9%	146	0%
Cizí zdroje	159 097	21%	145 176	20%	134 169	20%	125 853	21%	116 716	20%
Rezervy	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Dlouhodobé závazky	2 406	0%	1 114	0%	525	0%	0	0%	0	0%
Krátkodobé závazky	45 243	6%	44 473	6%	47 541	7%	54 857	9%	79 218	13%
Bankovní úvěry a výpočty	111 448	15%	99 589	14%	86 103	13%	70 996	12%	37 498	6%
Časové rozlišení	44	0,01%	4 787	1%	5 297	1%	5 836	1%	2 751	0%

Horizontální analýza majetkové struktury:

tis.Kč	2003	2004	04/03	2005	05/04	2006	06/05	2007	07/06	07/03
Aktiva celkem	755 889	723 154	-4%	668 547	-8%	601 989	-10%	590 071	-2%	-22%
Dlouh.maj.	456 331	437 962	-4%	372 618	-15%	348 648	-6%	296 787	-15%	-35%
Dlouh.neh.m.	167	112	-33%	120	7%	0	-100%	208	x	25%
Dlouh.hm.m.	401 190	379 770	-5%	347 956	-8%	322 733	-7%	294 352	-9%	-27%
Dlouh.fin.m.	54 974	58 080	6%	24 542	-58%	25 915	6%	2 227	-91%	-96%
Oběžná aktiva	298 619	284 559	-5%	295 061	4%	253 189	-14%	293 271	16%	-2%
Zásoby	144 793	174 632	21%	158 124	-9%	130 173	-18%	137 563	6%	-5%
Dlouh.pohl.	242	0	-100%	0	0%	0	0%	0	0%	-100%
Krát.pohl.	94 511	60 900	-36%	114 539	88%	115 346	1%	135 258	17%	43%
Krát.fin.maj.	59 073	49 027	-17%	22 398	-54%	7 670	-66%	20 450	167%	-65%
Časové rozl.	939	633	-33%	868	37%	152	-82%	13	-91%	-99%

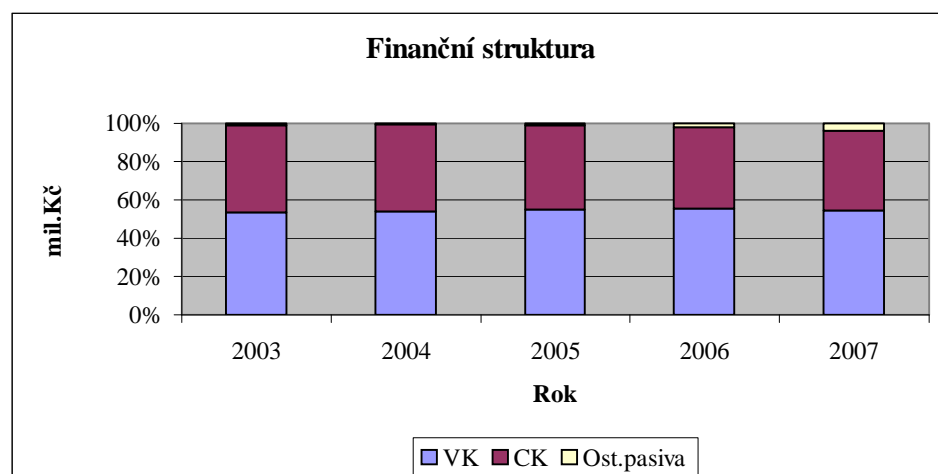
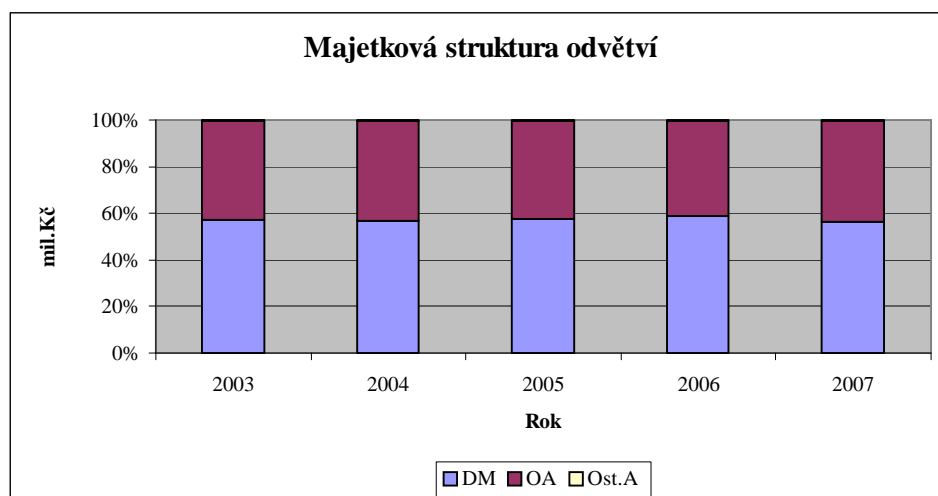
Horizontální analýza finanční struktury:

tis.Kč	2003	2004	04/03	2005	05/04	2006	06/05	2007	07/06	07/03
Pasiva cel.	755889	723154	-4%	668547	-8%	601989	-10%	590071	-2%	-22%
Vlast.kap.	596748	573191	-4%	529081	-8%	470300	-11%	470604	0%	-21%
Zákl.kap.	790145	790145	0%	790145	0%	741056	-6%	741000	0%	-6%
Kapit.fon.	4407	5314	21%	5457	3%	4885	-10%	5406	11%	23%
Rezervní f.	86078	86107	0%	85753	0%	85360	0%	84999	0%	-1%
VH min.let	-287907	-284244	1%	-308375	-8%	-305149	1%	-360947	-18%	-25%
VH b.o.	4025	-24131	-500%	-43899	-82%	-55852	-27%	146	100%	-96%
Cizí zdroje	159097	145176	-9%	134169	-8%	125853	-6%	116716	-7%	-27%
Rezervy	0	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Dlouh.záv.	2406	1114	-54%	525	-53%	0	-100%	0	x	-100%
Krát.záv.	45243	44473	-2%	47541	7%	54857	15%	79218	44%	75%
Bank.úv.	111448	99589	-11%	86103	-14%	70996	-18%	37498	-47%	-66%
Cas.rozl.	44	4787	10780%	5297	11%	5836	10%	2751	-53%	6152%

PŘÍLOHA P III HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT HEDVA, A.S

	2003	2004	04/03	2005	05/04	2006	06/05	2007	07/06	07/03
Tržby za prodej zboží	6 906	6 236	-10%	7 522	21%	7 059	-6%	7 704	9%	12%
Náklady vyn.na prod.zbo.	5 858	5 007	-15%	5 780	15%	5 731	-1%	6 483	13%	11%
Obchodní marže	1 048	1 229	17%	1 742	42%	1 328	-24%	1 221	-8%	17%
Výkony	567 894	526 033	-7%	439 560	-16%	397 984	-9%	531 052	33%	-6%
Tržby za prod. vl. vyr. a služ.	573 616	492 572	-14%	439 370	-11%	423 191	-4%	517 997	22%	-10%
Změna stavu vnitrop. zásob vl. výroby	-9 729	30 021	409%	-3 167	-111%	-27 722	-775%	10 332	-137%	206%
Aktivace	4 007	3 440	-14%	3 357	-2%	2 515	-25%	2 723	8%	-32%
Výkonová spotřeba	398 559	371 605	-7%	313 808	-16%	297 250	-5%	377 536	27%	-5%
Přidaná hodnota	170 383	155 657	-9%	127 494	-18%	102 062	-20%	154 737	52%	-9%
Osobní náklady	126 536	124 636	-2%	112 722	-10%	110 797	-2%	112 025	1%	-11%
Mzdové náklady	91 051	91 277	0%	82 269	-10%	81 027	-2%	81 236	0%	-11%
Daně a poplatky	3 507	1 248	-64%	1 050	-16%	1 039	-1%	1 039	0%	-70%
Odpisy investičního majetku	47 812	48 626	2%	44 414	-9%	41 212	-7%	36 048	-13%	-25%
Tržby z prodeje DM a mat.	28 094	4 237	-85%	3 233	-24%	2 533	-22%	3 395	34%	-88%
Zůstat. cena prod. DM a mat.	10 392	2 571	-75%	2 530	-2%	1 910	-25%	2 001	5%	-81%
Změna stavu rezerv a opravných položek	-34 534	-6 622	81%	5 039	176%	-1 957	-139%	-116	94%	100%
Ostatní provozní výnosy	9 214	5 685	-38%	7 725	36%	9 628	25%	12 931	34%	40%
Ostatní provozní náklady	42 963	16 517	-62%	11 462	-31%	13 479	18%	17 228	28%	-60%
Provozní výsledek hospod.	11 015	-21 397	-94%	-38 765	-81%	-52 257	-35%	2 838	105%	-74%
Finanční výsledek hospod.	-6 990	-2 734	61%	-5 134	-88%	-3 595	-30%	-2 692	25%	61%
Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%
Výsledek z hos. za běž.čin.	4 025	-24 131	-500%	-43 899	-82%	-55 852	-27%	146	100%	-96%
Daň z příjmů z mim.čin.	0	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%
Mimořádný výsledek hospod.	0	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%
Výsledek hospod. za účet.jedn.	4 025	-24 131	-500%	-43 899	-82%	-55 852	-27%	146	100%	-96%
Výsledek hospod.před zdan.	4 025	-24 131	-500%	-43 899	-82%	-55 852	-27%	146	100%	-96%

PŘÍLOHA P IV MAJETKOVÁ A FINANČNÍ STRUKTURA ODVĚTVÍ



PŘÍLOHA P V METODIKA VÝPOČTU ALTERNATIVNÍHO NÁKLADU NA KAPITÁL

$$r_e = \frac{WACC * \frac{UZ}{A} - (1-d) * \frac{U}{BU+O} * (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A})}{\frac{VK}{A}}$$

kde

r_e = alternativní náklad na vlastní kapitál

WACC = vážený náklad na kapitál (viz dále)

UZ = úplatné zdroje (VK + BU + O), tj. kapitál, za který je nutno platit

A = aktiva celkem

VK = vlastní kapitál

BU = bankovní úvěry

O = dluhopisy

$\frac{U}{BU+O}$ = úroková míra

d = daňová sazba

WACC = $r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{FinStab}$

kde

r_f = bezriziková sazba

r_{LA} = funkce (ukazatelů charakterizujících velikost podniku)

$r_{podnikatelské}$ = funkce (ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly)

$r_{FinStab}$ = funkce (ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy).

WACC je stanoven jako by podnik měl úplatné zdroje = vlastní kapitál. Dále je předpokládána nezávislost WACC na kapitálové struktuře.

Při sestavení „nejjednoduššího“ modelu stanovení r_e , byly použity následující ukazatele:

bezriziková sazba pro rok 2006 $\Rightarrow r_f = 3,77\%$

bezriziková sazba pro rok 2007 $\Rightarrow r_f = 4,28\%$

Ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku – úplatné zdroje

je-li UZ > 3 mld. Kč $\Rightarrow r_{LA} = 0,00\%$ (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál)

je-li UZ < 100 mil. Kč $\Rightarrow r_{LA} = 5,00\%$

je-li UZ > 100 mil. Kč ale < 3 mld. Kč použije se propočtení takto:

$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - \text{UZ})^2 / 168,2$

Ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly - EBIT/aktiva je riziko závislé na tomto ukazateli a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním jměním (pro práci s cizím kapitálem). Podmínka zní:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK + BU + O)}{A} * \frac{U}{BU + O}$$

$$\text{položíme } X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} * \frac{U}{BU + O}$$

$$\text{pokud } \frac{EBIT}{A} > X1 \Rightarrow r_{podnikatelské} = 0,00\%$$

$$\text{pokud } \frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow r_{podnikatelské} = 10,00\%$$

takže funkčně vyjádřeno $r_{podnikatelské} = (X1 - EBIT/Aktiva)^2 / (10 * X1^2)$

Ovšem hodnota $r_{podnikatelské}$ nemůže klesnout pod minimální hodnotu danou variabilitou ukazatele EBIT/A. Minimální hodnota je spočtena pro každé odvětví zvlášť. Minimální hodnota $r_{podnikatelské}$ se zvýšila v průměru asi o 1%, proto je rozdílné zařazení podniků podle 4 kategorií v roce 2002 ve finanční analýze za rok 2003 (proti finanční analýze za rok 2002).

Ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy – likvidita L3:

Je-li celková likvidita > XL $\Rightarrow r_{FinStab} = 0,00\%$

Je-li celková likvidita < 1 $\Rightarrow r_{FinStab} = 10,00\%$

Je-li celková likvidita firmy > 1, ale < XL propočte se $r_{FinStab}$ takto:

$r_{FinStab} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 * (XL - 1)^2$

Pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25, pak horní hranice XL = 1,25, pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak XL = průměr průmyslu. Z tohoto důvodu je možný zdánlivý „nelogický“ vliv změny likvidity na změnu EVA. U podniků s velkou finanční silou je provedena individuální úprava.