

Projekt implementace konceptu EVA ve společnosti FANS, a.s.

Bc. Lenka Klinecká

Diplomová práce
2011



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2010/2011

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Lenka KLINECKÁ**
Osobní číslo: **M09755**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt implementace konceptu EVA ve společnosti FANS, a.s.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

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

II. Praktická část

- Charakterizujte společnost FANS, a.s. a podmínky jejího hospodaření.
- Zhodnoťte výkonnost společnosti využitím tradičních a moderních ukazatelů s důrazem na ukazatel EVA a identifikujte faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu.
- Navrhněte projekt implementace konceptu EVA do řízení společnosti FANS, a.s.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

- [1] DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. upravené vydání. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
[2] KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. Finanční analýza. 1. vydání. Praha: GRADA, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
[3] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2005. 170 s. ISBN 80-86119-61-0.
[4] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
[5] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualizované a doplněné vydání. Praha: LINDE, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: **Mgr. Miroslav Chodúr**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **28. března 2011**
Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2011**

Ve Zlíně dne 28. března 2011

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí:
 - bez omezení;
 - pouze prezenčně v rámci Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

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

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

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

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

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

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

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

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpirá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohou užit své dílo –diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 26.4.2011

Klánska

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

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

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

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá projektem implementace konceptu EVA do společnosti FANS, a.s. Teoretická část je zaměřena na problematiku výkonnosti podniku, klasických a moderních ukazatelů výkonnosti, s důrazem na koncept ekonomické přidané hodnoty a jeho implementaci do podniku. V praktické části je provedeno zhodnocení výkonnosti společnosti FANS, a. pomocí klasických ukazatelů výkonnosti, následně pomocí moderního ukazatele EVA a jsou identifikovány faktory, které výkonnost ovlivňují. V závěrečné části je navržen projekt implementace konceptu EVA do řízení společnosti FANS, a.s.

Klíčová slova: Ekonomická přidaná hodnota, implementace, výkonnost podniku, finanční analýza.

ABSTRACT

This thesis is concerned with the implementation of the concept of EVA into company FANS, Inc. The theoretical part focuses to company performance, traditional and modern performance indicators, focused on the concept of economic value added and its implementation into the company. The practical part is an evaluation of performance FANS Inc., using traditional performance indicators, and then the modern concept EVA and identifies value drivers. In the final part the implementation of the concept into FANS, Inc. is designed.

Keywords: Economic value added, implementation, company performance, financial analysis

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucímu mé diplomové práce panu Mgr. Miroslavu Chodúrovi za odborné vedení, cenné rady a vstřícný přístup v průběhu zpracování mé diplomové práce.

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	14
1.1 VÝKONNOST PODNIKU.....	14
1.2 SHAREHOLDER A STAKEHOLDER VALUE.....	15
1.3 PŘÍSTUPY K MĚŘENÍ VÝKONNOSTI.....	15
2 KLASICKÉ UKAZATELE VÝKONNOSTI	17
2.1 ABSOLUTNÍ UKAZATELE.....	18
2.2 ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	19
2.3 POMĚROVÉ UKAZATELE	19
2.3.1 Ukazatelé rentability	19
2.3.2 Ukazatelé zadluženosti.....	20
2.3.3 Ukazatelé likvidity	21
2.3.4 Ukazatelé aktivity (řízení aktiv).....	22
2.3.5 Ukazatelé kapitálového trhu.....	24
2.3.6 Další poměrové ukazatelé	24
2.4 PYRAMIDOVÉ ROZKLADY VYBRANÝCH UKAZATELŮ	25
2.5 SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	25
2.5.1 Altmanův model (Z-skóre).....	25
2.5.2 Indexy IN	26
3 MODERNÍ UKAZATELE VÝKONNOSTI	27
3.1 DISKONTOVANÉ CASH FLOW (DCF)	28
3.2 TRŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA (MVA)	28
3.3 EXCESS RETURN (ER)	29
3.4 TOTAL SHAREHODLER RETURN (TSR).....	29
3.5 SHAREHOLDER VALUE ADDED (SVA)	29
3.6 CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI).....	30
3.7 RENTABILITA ČISTÝCH AKTIV (RONA).....	31
3.8 CASH RETURN ON GROSS ASSETS (CROGA).....	31
3.9 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA).....	31
4 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA)	32
4.1 VÝPOČET EVA.....	33
4.1.1 Úpravy rozvahy – vymezení čistých operativních aktiv (NOA).....	34
4.1.2 Úpravy výkazu zisku a ztráty – vymezení čistého operativního zisku (NOPAT).....	37
4.1.3 Výpočet nákladů na kapitál	38
4.2 IDENTIFIKACE FAKTORŮ, KTERÉ OVLIVŇUJÍ VÝŠI UKAZATELE EVA.....	43
4.2.1 Pyramidový rozklad	44
4.2.2 Citlivostní analýza.....	45
4.3 MOŽNOSTI VYUŽITÍ UKAZATELE EVA.....	45
4.3.1 EVA jako měřítko výkonnosti	45
4.3.2 EVA jako ukazatel pro investiční rozhodování	45

4.3.3	EVA jako nástroj ocenění	46
4.3.4	EVA jako nástroj odměňování	46
4.4	ZHODNOCENÍ UKAZATELE EVA	47
4.5	IMPLEMENTACE EVA	50
5	ZHODNOCENÍ MODERNÍCH KONCEPTŮ MĚŘENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	53
II	PRAKTICKÁ ČÁST	54
6	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI FANS, A.S.	55
6.1	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI	55
6.2	ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI	55
6.3	HISTORIE SPOLEČNOSTI	56
6.4	POLITIKA SPOLEČNOSTI FANS	56
6.5	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA A POČET ZAMĚSTNANCŮ	57
7	VNITŘNÍ A VNĚJŠÍ ANALÝZA	59
7.1	ANALÝZA SILNÝCH A SLABÝCH STRÁNEK SPOLEČNOSTI	59
7.2	ANALÝZA ODVĚTVÍ	60
7.3	SOUČASNÁ SITUACE V ODVĚTVÍ STAVEBNICTVÍ	61
8	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI POMOCÍ KLASICKÝCH UKAZATELŮ VÝKONNOSTI	62
8.1	POMĚROVÉ UKAZATELE	62
8.1.1	Analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury	62
8.1.2	Analýza likvidity	63
8.1.3	Analýza rentability	64
8.1.4	Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu (multiplikátor)	65
8.1.5	Analýza aktivity	65
8.1.6	Další poměrové ukazatele	66
8.1.7	Spider analýza	68
8.2	SOUHRNNÉ UKAZATELE	69
8.2.1	Z-skóre (Altmanův model)	69
8.2.2	Index IN05	69
9	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCÍ EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	70
9.1	VYMEZENÍ KAPITÁLU (C, NOA)	70
Aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány	70	
Vyčlenění neoperativních aktiv	71	
Neúročený cizí kapitál	72	
9.2	VYMEZENÍ NOPAT	74
9.3	VÝPOČET WACC	75
9.3.1	Náklady na cizí kapitál	75
9.3.2	Náklady na vlastní kapitál	78
9.3.3	Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)	81
9.4	VÝPOČET EVA	82
9.5	IDENTIFIKACE GENERÁTORŮ HODNOTY	84
9.5.1	Pyramidový rozklad EVA	85

9.5.2	Citlivostní analýza.....	86
10	IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA DO SPOLEČNOSTI FANS, A.S.	87
10.1	ZHODNOCENÍ SOUČASNÉHO STAVU HODNOCENÍ VÝKONNOSTI	88
10.2	ANALÝZA PŘIPRAVENOSTI NA ZMĚNU	88
10.3	IMPLEMENTACE EVA.....	90
10.3.1	Rozhodnutí na úrovni top managementu o implementaci konceptu EVA.....	90
10.3.2	Strategická rozhodnutí týkající se implementace konceptu EVA.....	91
10.3.3	Vypracování plánu implementace konceptu EVA	97
10.4	ZHODNOCENÍ PROJEKTU	99
10.4.1	Náklady projektu	99
10.4.2	Přínosy projektu	100
10.4.3	Rizika projektu	101
	ZÁVĚR	102
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	104
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	106
	SEZNAM OBRÁZKŮ	110
	SEZNAM TABULEK.....	111
	SEZNAM PŘÍLOH.....	113

ÚVOD

Zvyšování výkonnosti je cílem každého podniku. Aby podnik mohl správně zhodnotit svou výkonnost, musí si stanovit vhodné měřítko. Podniky v současné době stále častěji využívají hodnotově orientované řízení (value based management), zejména z důvodu otevírání se podniků vnějšímu prostředí a požadavků investorů a vlastníků na zhodnocení jimi investovaného kapitálu. Hodnota pro akcionáře se tak stává důležitým kritériem a cílovou hodnotou podniku. Klasické ukazatele výkonnosti založené na zisku tak ustupují do pozadí a stále častěji jsou využívány moderní ukazatele založené na tvorbě hodnoty pro akcionáře. Tyto moderní ukazatele lépe vystihují faktory, které tvorbu hodnoty ovlivňují.

Jedním z těchto moderních ukazatelů je ekonomická přidaná hodnota (EVA), na které je založena tato práce. Ekonomická přidaná hodnota patří mezi nejvyužívanější moderní ukazatel výkonnosti. Jeho podstata vychází z tzv. ekonomického zisku, který zohledňuje náklady na vlastní kapitál. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty měří, jak podnik v určitém období přispěl svou činností ke zvýšení či snížení hodnoty pro vlastníky. Koncept ekonomické hodnoty může být podniky využíván nejen jako měřítko výkonnosti, ale i jako nástroj pro hodnocení investičních záměrů, ocenění podniku či nástroj pro vytvoření efektivního systému odměňování.

Cílem mé práce bude navrhnout implementaci konceptu ekonomické přidané hodnoty do řízení společnosti FANS, a.s.

V teoretické části mé práce se budu věnovat problematice hodnocení výkonnosti podniku. Následně popíšu klasické ukazatele výkonnosti, kam patří celá finanční analýza, která zahrnuje absolutní, rozdílové a poměrové ukazatele. Dále v této části zmíním souhrnné ukazatele a pyramidový rozklad ukazatelů. Další část bude věnována moderním ukazatelům výkonnosti podniku a některé z nich budou podrobněji popsány. K těmto ukazatelům patří např. diskontované cash flow, tržní přidaná hodnota, Excess Return, TSR, SVA, CFROI, RONA, CROGA a samozřejmě ekonomická přidaná hodnota (EVA).

Samostatná kapitola bude věnována právě ekonomické přidané hodnotě, bude zde rozebrán její výpočet včetně výčtu možných úprav účetních dat, identifikace faktorů, které hodnotu EVA ovlivňují, možnosti využití ukazatele EVA, jeho zhodnocení a také postup implementace. V závěrečné kapitole teoretické části budou zhodnoceny popisované moderní ukazatele výkonnosti.

V praktické části bude uvedena stručná charakteristika společnosti FANS, a.s., její SWOT analýza a stručná charakteristika odvětví, ve kterém společnost podniká. Dále navážu kapitolou týkající se zhodnocení výkonnosti společnosti FANS, a.s. pomocí klasických ukazatelů výkonnosti. V této kapitole bude společnost zhodnocena pomocí poměrových ukazatelů finanční analýzy a budou využity i souhrnné ukazatele.

V další části zhodnotím výkonnost společnosti FANS, a.s. pomocí konceptu EVA, bude provedeno vymezení NOA, NOPAT, WACC, samotný výpočet ekonomické přidané hodnoty v letech 2006 – 2009 a budou identifikovány faktory, které ovlivňují hodnotu EVA. V poslední části mé práce bude proveden návrh implementace konceptu EVA do společnosti FANS, a.s.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

Výkonnost je pojem, se kterým se setkáváme i v každodenním životě. V rámci této práce se budu zabývat výkonností podniku, její definicí a podstatou.

Abychom mohli konstatovat, zda je podnik výkonný, je nutné jeho výkonnost určitým způsobem změřit, zhodnotit. Je také nutné vymezit, pro koho nebo z pohledu koho výkonnost podniku měříme a interpretujeme. [20] K hodnocení výkonnosti podniku mohou být využity různé ukazatele, některé z nich jsou popsány v dalších kapitolách této práce.

1.1 Výkonnost podniku

Výkonnost podniku v obecné rovině zahrnuje všechny činnosti podniku, které je nutné sladit tak, aby ve výsledku podnik dobře fungoval a prosperoval z hlediska dlouhodobé perspektivy své existence. Finanční výkonnost podniku by měla korespondovat s výsledky chování podniku ve finanční i nefinanční sféře podnikového řízení.[7]

Wagner [20] definuje výkonnost jako „*charakteristiku, která popisuje způsob, resp. průběh, jakým zkoumaný subjekt vykonává určitou činnost, na základě podobnosti s referenčním způsobem vykonání této činnosti. Interpretace této charakteristiky předpokládá schopnost porovnání zkoumaného a referenčního jevu z hlediska stanovené kritériální škály*“.

Dle Fibírové a Šoljakové [2] je pojem výkonnost podniku používán v souvislosti s vymezením samotné podstaty existence podniku v tržním prostředí, jeho úspěšnosti a schopnosti přežít v budoucnosti.

Pavelková a Knápková [15] poukazují na to, že každý subjekt může výkonnost podniku hodnotit jiným způsobem – vlastník podniku dle splněného očekávání výnosnosti vložených prostředků do podnikání, zákazník podniku podle uspokojení jeho poptávky po výrobku či službě z hlediska termínu, ceny, platebních podmínek, dodavatelé a bankovní ústavy podle schopnosti podniku dostát svým závazkům, zaměstnanci dle pracovních podmínek a mzdové politiky, stát dle schopnosti platit daně apod.

Pojem výkonnost podniku a její měření se v minulosti orientoval především na velikost ziskových marží a maximalizaci zisku, později bylo měření výkonnosti zaměřeno na měření rentability investovaného kapitálu a v současné době směřuje vývoj týkající se přístupu k řízení a měření výkonnosti k řízení orientovanému na hodnotu pro vlastníky a její řízení,

k tzv. value based managementu. Tato koncepce spočívá v analýze výkonnosti podniku pomocí tvorby hodnoty, tzv. shareholder value analýza. Tento vývoj je znázorněn v následující tabulce (*Tab. 1*). [12],[15]

Tab. 1 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku [15]

1. GENERACE	2. GENERACE	3. GENERACE	4. GENERACE
„Zisková marže“	„Růst zisku“	„Výkonnost kapitálu“ (ROA, ROE, ROI)	„Tvorba hodnoty pro vlastníky“
Zisk / Tržby	Maximalizace zisku	Zisk / Investovaný kapitál	EVA, CFROI, FCF,...

1.2 Shareholder a stakeholder value

Shareholder value je novou koncepcí finančního řízení založené na řízení hodnoty pro vlastníky. Tuto koncepci lze vnímat nejen jako měřítko výkonnosti podniku, ale i jako cíl podniku, tj. maximalizace užitku akcionářů pomocí maximalizace jejich bohatství. [1]

Koncept shareholder value jako součást value based managementu je cestou ke zvýšení stakeholder value. Do konceptu stakeholder value jsou kromě zájmu akcionářů (shareholders) zahrnuty i zájmy ostatních zúčastněných subjektů (zákazníci, dodavatelé, bankovní ústavy, zaměstnanci, stát,...). Podstatou stakeholder value je shareholder value, neboť vlastníci jsou rozhodujícími stakeholdery. U podniku, který bude splňovat nároky vlastníků, je velice pravděpodobné, že bude dlouhodobě existovat a být prospěšný pro všechny zúčastněné subjekty (stakeholdery). [1],[12]

1.3 Přístupy k měření výkonnosti

V odborném prostředí, které je reprezentováno odbornými poradenskými společnostmi, univerzitní sférou a managementem podniků, je ostře diskutováno o nejvhodnějším konceptu řízení a měření výkonnosti podniku. [15]

Dluhošová [1] dělí ukazatele měření výkonnosti dle vlivu působení finančních trhů a jejich přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím na účetní, ekonomické a tržní ukazatele. Mezi účetní ukazatele lze zařadit ukazatele výsledku hospodaření, peněžního toku a rentability. Ekonomickými ukazateli jsou ty ukazatele, které již v sobě zohledňují náklady na kapitál, patří mezi ně ukazatel čistá současná hodnota, ekonomická přidaná hodnota a

hodnota CF z investic CFROI. Tržními ukazateli výkonnosti je hodnocena výkonnost podniku z pohledu trhu, mezi tyto nejvýznamnější ukazatele patří tržní přidaná hodnota a tržní výnos akciového kapitálu.

Pavelková a Knápková [15] rozdělují ukazatele měření výkonnosti na tzv. klasické (tradiční) ukazatele a tzv. moderní ukazatele založené na hodnotovém řízení. Mezi klasické ukazatele řadíme především ukazatele absolutní hodnoty výsledku hospodaření, hotovostních toků a ukazatele rentability, doplněné informacemi získanými finanční analýzou podniku, zejména informacemi týkající se vývoje likvidity, zadluženosti, vztahu majetkové a finanční struktury podniku nebo využití aktiv podniku. Mezi moderní ukazatele lze zařadit ukazatele diskontované cash flow DCF, tržní přidaná hodnota MVA, Excess Return, Total Shareholder Return TSR, ekonomická přidaná hodnota EVA, CFROI či Shareholder Value Added SVA.

Marinič [9] zdůrazňuje i význam nefinančních ukazatelů výkonnosti, které jsou pro definici strategie a úkolů vhodnější než finanční ukazatele.

2 KLASICKÉ UKAZATELE VÝKONNOSTI

Ke klasickým ukazatelům výkonnosti patří ukazatele získané finanční analýzou podniku. Finanční analýza poskytuje celkové zhodnocení finanční situace podniku z hlediska jeho ziskovosti, kapitálové struktury, efektivnosti využívání aktiv, schopnosti dostát svým závazkům a dalších skutečností. Finanční analýza je nezastupitelnou součástí finančního řízení, jejím úkolem je diagnostikovat finanční poměry podniku, identifikovat odchylky, analyzovat příčiny jejich vzniku a definovat konkrétní opatření. Finanční analýza je důležitá nejen pro vlastníky podniku, ale i pro ostatní subjekty, např. investory, obchodní partnery, bankovní instituce, zaměstnance apod. [7], [13]

Základním zdrojem dat pro vypracování finanční analýzy jsou účetní výkazy podniku – rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow a příloha k účetní závěrce. Čerpat informace samozřejmě lze i z dalších zpráv vydávaných podnikem. [7]

Většina klasických ukazatelů je tedy založena na účetních údajích a zejména na účetním výsledku hospodaření. Tyto ukazatele neberou v úvahu rizika, vliv inflace, časovou hodnotu peněz, ani nepočítají s náklady obětovanými příležitostmi. [15]

Největší problém spočívá v tom, že „účetní výsledek hospodaření a z něho odvozené ukazatele rentability jen nedostatečně korelují s tvorbou akcionářské hodnoty. Jinak řečeno – není zaručeno, že vyšší výsledek hospodaření bude mít za následek vyšší hodnotu akcií na kapitálovém trhu.“ [11]

Nedostatkem těchto ukazatelů založených na účetních údajích je také fakt, že výše vykázaného účetního výsledku hospodaření lze velmi výrazně ovlivnit i pomocí legálních účetních postupů. [11]

Klasické ukazatele finanční analýzy členíme na:

- analýzu absolutních ukazatelů (pomocí vertikální a horizontální analýzy)
 - o analýza majetkové struktury rozvahy
 - o analýza finanční struktury rozvahy
 - o analýza výnosů
 - o analýza nákladů
 - o analýza zisku
 - o analýza cash flow

- analýzu rozdílových ukazatelů
 - o analýza ČPK
- analýzu poměrových ukazatelů
 - o analýza rentability
 - o analýza zadluženosti
 - o analýza likvidity
 - o analýza aktivity
 - o analýza ukazatelů kapitálového trhu
 - o analýza dalších ukazatelů
- pyramidové rozklady vybraných ukazatelů
- souhrnné ukazatele. [7]

2.1 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele jsou údaje, které obsahují přímo účetní výkazy. Tyto ukazatele jsou využívány k horizontální a vertikální analýze. Horizontální analýza analyzuje vývojové trendy pro srovnání vývoje v čase. Horizontální analýza se provádí porovnáním změn položek jednotlivých výkazů v čase. Určuje se absolutní výše změn a její procentní vyjádření k výchozímu roku. [7]

$$\text{absolutní změna} = \text{ukazatel } t - \text{ukazatel } t-1 \quad (1)$$

$$\% \text{ změna} = (\text{absolutní změna} \times 100) / \text{ukazatel } t-1 \quad (2)$$

Vertikální analýza slouží k procentnímu rozboru komponent, jednotlivé položky účetních výkazů jsou vyjádřeny jako procentní podíly k jediné zvolené základně položené jako 100%. Pro tento rozbor je obvykle zvolena základna výše aktiv (pasiv) v případě rozvahy nebo velikost celkových nákladů (výnosů) v případě analýzy výkazu zisku a ztráty. [1],[7]

$$\text{podíl na celku} = \text{dílní ukazatel} / \text{absolutní ukazatel} \quad (3)$$

V rámci analýzy absolutních ukazatelů je prováděna analýza majetkové struktury rozvahy, analýza finanční struktury rozvahy, analýza nákladů a výnosů, analýza přidané hodnoty a výsledku hospodaření a také analýza vývoje toku peněžní hotovosti – cash flow. V případě, že je k dispozici informace o výši pohledávek, je vhodné provést i jejich analýzu. [7]

2.2 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele jsou používány k analýze a řízení finanční situace podniku s důrazem na jeho likviditu. K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům patří čistý pracovní kapitál.

$$\text{ČPK} = \text{oběžný majetek} - \text{krátkodobé cizí zdroje} \quad (4)$$

Konstrukce tohoto ukazatele je založena na rozlišení dlouhodobého a oběžného majetku a na rozlišení dlouhodobého a krátkodobého kapitálu. Ukazatel čistý pracovní kapitál reprezentuje tu část oběžného majetku, která je financována dlouhodobým kapitálem. [7]

2.3 Poměrové ukazatele

Tyto ukazatele jsou základním nástrojem finanční analýzy. Jejich podstatou je, že dávají do poměru různé položky účetních výkazů (rozvahy, výkazu zisku a ztráty, cash flow). [7] Od doby, co jsou poměrové ukazatele využívány jako část finanční analýzy, bylo navrženo velké množství těchto ukazatelů, které se však často liší pouze malými modifikacemi. Z toho důvodu byly poměrové ukazatele rozděleny do několika základních oblastí: ukazatele rentability, zadluženosti, aktivity, likvidity a ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu. [1]

2.3.1 Ukazatelé rentability

Rentabilitou je v rámci finanční analýzy míněna výnosnost investovaného kapitálu. Tato výnosnost je měřítkem schopnosti dosahovat zisku při využití investovaného kapitálu. [7] Tyto ukazatele charakterizují, jak je v podniku zhodnocován vázaný kapitál. [12] Ukazatele rentability znázorňují kombinovaný vliv likvidity, řízení aktiv a zadluženosti na celkový výsledek hospodaření. [15] Ukazatele rentability by měly mít stoupající trend. [12]

Dělení ukazatelů rentability: rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita tržeb, rentabilita investovaného kapitálu, rentabilita úplatného kapitálu. [1],[7]

- **Rentabilita aktiv (ROA)**

Rentabilita aktiv je označována za klíčové měřítko rentability, protože poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podniku, aniž je rozlišeno, z jakých zdrojů jsou financovány. [1] Je to ukazatel, který měří výkonnost (produkční sílu) podniku. [7]

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \quad (5)$$

- Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Ukazatel rentability vlastního kapitálu vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. [7] Úroveň rentability vlastního kapitálu je závislá na úrovni rentability celkového kapitálu a úrokové míře cizího kapitálu. [1]

Výsledek tohoto ukazatele by měl dosahovat alespoň hodnoty, která převyšuje hodnotu dlouhodobého průměru úročení dlouhodobých vkladů. Dosahované hodnoty tohoto ukazatele je nutné vyhodnocovat v delším časovém kontextu, krátkodobě může docházet k výkyvům, které však nutně nemusí upozorňovat na problémový podnik. [7]

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (6)$$

- Rentabilita tržeb (ROS)

Ukazatel rentabilita tržeb je označován jako zisková marže, která je podstatným ukazatelem při hodnocení úspěšnosti podnikání. [7] Tento ukazatel udává stupeň ziskovosti, tj. množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb. [1]

$$ROS = \frac{EBIT}{Tržby} \quad (7)$$

2.3.2 Ukazatelé zadluženosti

Ukazatele zadluženosti můžeme definovat jako indikátory výše rizika, které podnik nese při dané majetkové struktuře. Čím vyšší zadluženost podnik má, tím vyšší riziko nese z hlediska schopnosti splácet své závazky. [7] Tyto ukazatele také udávají strukturu kapitálu podniku z hlediska jeho původu. [12]

Zadluženost podniku však není negativní charakteristikou, protože určitá výše zadlužení je obvykle pro podnik prospěšná, vzhledem k tomu, že cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál. [7],[15]

Dělení ukazatelů zadluženosti: celková zadluženost, míra zadluženosti, úrokové krytí, podíl vlastního kapitálu na aktivech. [7],[12]

- Celková zadluženost

Ukazatel celkové zadluženosti představuje podíl celkových závazků k celkovým aktivům podniku. Tento podíl značí podíl věřitelů na celkovém kapitálu, z něhož je financován majetek podniku. Tento ukazatel by měl mít klesající trend, protože čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů. [1]

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \quad (10)$$

- Míra zadluženosti

Tento ukazatel udává poměr mezi cizím a vlastním kapitálem. Pro vyhodnocování tohoto ukazatele je podstatný jeho časový vývoj. [7]

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (11)$$

- Úrokové krytí

Ukazatel úrokového krytí je významný v případě financování činností podniku cizími úročenými zdroji. Udává, zda podnik vytváří dostatečně vysoký zisk na pokrytí úroků a čistého zisku pro vlastníky podniku. [7]

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} \quad (12)$$

2.3.3 Ukazatelé likvidity

Tyto ukazatelé charakterizují schopnost podniku platit své závazky a sledují strukturu kapitálu podniku z hlediska doby jeho životnosti. [12]

Konstrukce těchto ukazatelů spočívá v poměřování majetkových složek s různou dobou likvidnosti s tím, co je nutno zaplatit, tedy s krátkodobými cizími zdroji. [7]

Likvidita podniku závisí především na tom, jak rychle je podnik schopen zajistit inkaso svých pohledávek, jestli jsou jeho výrobky prodejné, zda je schopen v případě potřeby prodat své zásoby a na dalších skutečnostech. [1]

Dělení ukazatelů likvidity: běžná likvidita, pohotová likvidita, okamžitá likvidita. [7]

- **Ukazatel běžné likvidity (likvidita III. stupně)**

Běžná likvidita ukazuje, v jakém rozsahu je podnik schopen platit své krátkodobé závazky prostřednictvím oběžného majetku, tj. aniž by musel rozprodávat dlouhodobý majetek ke krytí těchto závazků. [12]

Při výpočtu tohoto ukazatele je nutné zvážit strukturu zásob a pohledávek podniku. Hodnota ukazatele by se měla pohybovat v doporučených hodnotách 1,5 – 2,5. [7]

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}} \quad (14)$$

- **Ukazatel pohotové likvidity (likvidita II. stupně)**

Tento ukazatel eliminuje nedostatky ukazatele běžné likvidity týkající se struktury zásob. Při konstrukci tohoto ukazatele jsou z oběžných aktiv započítávány pouze pohotové prostředky a pohledávky v tzv. čisté výši, po odečtu opravných položek. [1]

Ukazatel by měl dosahovat doporučených hodnot mezi 1 – 1,5. V případě hodnoty nižší než 1 musí podnik počítat s případným prodejem vlastních zásob. [7]

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}} \quad (15)$$

- **Ukazatel okamžité likvidity (hotovostní likvidita, likvidita I. stupně)**

Ukazatel hotovostní likvidity je důležitý z krátkodobého hlediska. Při konstrukci jsou v rámci oběžných aktiv zahrnuty pouze pohotové platební prostředky. Tento ukazatel je však poměrně málo stabilní a proto je používán pouze jako doplňující ukazatel k analýze celkové likvidity podniku. [1]

Ukazatel by měl nabývat doporučených hodnot v rozmezí 0,2 – 0,5. Příliš vysoké hodnoty ukazují na neefektivnost ve využívání krátkodobých finančních prostředků. [7]

$$\text{Hotovostní likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}} \quad (16)$$

2.3.4 Ukazatelé aktivity (řízení aktiv)

Ukazatelé aktivity měří využití jednotlivých složek majetku. [12] Jsou to ukazatele typu doby obratu či obratovosti, které jsou využívány k řízení aktiv. [1]

Pomocí těchto ukazatelů zjišťujeme, zda je odpovídající velikost jednotlivých druhů aktiv v poměru k hospodářským aktivitám podniku. [7]

Dělení ukazatelů aktivity: obrat aktiv, obrat dlouhodobého majetku, doba obratu zásob, doba obratu pohledávek, doba obratu závazků. [7]

- **Obrat aktiv**

Ukazatel měří využití celkového majetku podniku, tedy jaký objem výnosů je podnik schopen využitím svého majetku vyprodukovat, tj. kolikrát za období roku se majetek podniku obrátí prostřednictvím tržeb. [12]

Minimální doporučená hodnota tohoto ukazatele je 1. [7] Čím je hodnota ukazatele vyšší, tím efektivněji podnik využívá svůj majetek. Tento ukazatel je používán zejména v mezipodnikovém srovnání. [1]

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (17)$$

- **Doba obratu zásob**

Ukazatel udává, jak dlouho trvá jeden obrat zásob ve dnech. Obrat zásob je doba potřebná k tomu, aby peněžní prostředky přešly přes výrobní a zbožové formy zpět do peněžní formy. [7] Ukazatel má vysokou míru citlivosti na změny v dynamice tržeb a je poměrně často používán. [1]

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Průměrný stav zásob}}{\text{Tržby}} \times 360 \quad (19)$$

- **Doba obratu pohledávek**

Ukazatel udává počet dní, po které musí podnik čekat na zaplacení svých pohledávek (tzv. inkasní období), podnik má po tuto dobu vázány své prostředky v majetkové formě pohledávek. [12]

Hodnota tohoto ukazatele bývá srovnávána s dobou splatnosti faktur a s průměrem v odvětví. [15]

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Průměrný stav pohledávek}}{\text{Tržby}} \times 360 \quad (20)$$

- Doba obratu závazků

Ukazatel udává počet dní, na které dodavatelé poskytnou podniku obchodní úvěr.

Z ukazatele je patrná platební disciplína podniků vůči jeho dodavatelům. [1]

Hodnota ukazatele by měla dosahovat alespoň hodnoty ukazatele doby obratu pohledávek. [7]

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Tržby}} \times 360 \quad (21)$$

2.3.5 Ukazatelé kapitálového trhu

Při výpočtu těchto ukazatelů se kromě účetních dat vychází i z údajů získaných na kapitálových trzích. Z toho důvodu jsou tyto ukazatele omezeny pouze na podniky, jejichž akcie jsou volně obchodovatelné na kapitálových trzích. [1]

Tyto ukazatele odrážejí očekávání budoucího vývoje podniku investory, protože je v nich kalkulováno s tržní cenou podniku. [12]

Mezi ukazatele kapitálového trhu řadíme účetní hodnotu akcie (Book Value per Share – BV), zisk na akcii (Earnings Per Share – EPS), poměr tržní ceny k čistému zisku (Price-Earnings Ratio – P/E), poměr tržní ceny k účetní hodnotě (Price to Book Value – P/BV), dividendový výnos a výplatní poměr. [1],[7]

2.3.6 Další poměrové ukazatele

V rámci finanční analýzy lze použít i další ukazatele, které hodnotí nákladovost, přidanou hodnotu, počet zaměstnanců apod. [7]

K nejvýznamnějším a nejvyžívanějším dalším poměrovým ukazatelům patří ukazatele, které hodnotí poměr přidané hodnoty s jednotlivými položkami účetních výkazů (např. tržby, výnosy, aktiva, osobní náklady, apod.) [7] Přidaná hodnota je významným ukazatelem analýzy hospodaření podniku. [15]

Dalšími důležitými poměrovými ukazateli jsou ukazatele produktivity a nákladovosti práce. [7]

2.4 Pyramidové rozklady vybraných ukazatelů

Podstatou pyramidového rozkladu je rozklad hlavního ukazatele na dílčí ukazatele, abychom mohli identifikovat vliv dílčích ukazatelů na hodnotu hlavního ukazatele. [1]

Známým příkladem pyramidového rozkladu ukazatele je rozklad Du Pont. V tomto rozkladu je jako hlavní, vrcholný, ukazatel stanovena výnosnost vlastního kapitálu ROE, a zároveň jsou vymezeny tři hlavní determinanty tohoto ukazatele. Tyto determinanty jsou zisková marže, obrat aktiv a finanční páka. [12], [20]

$$ROE \left(\frac{\dot{C}Z}{VK} \right) = \frac{\dot{C}Z}{T} \times \frac{T}{A} \times \frac{A}{VK} \quad (22)$$

2.5 Souhrnné ukazatele

Při hodnocení finanční situace podniku mohou být kromě jednotlivých ukazatelů (absolutních, rozdílových, poměrových) použity i souhrnné ukazatele. Tyto souhrnné ukazatele představují specifické metody v rámci finanční analýzy. Jejich účelem je vyjádřit finanční úroveň podniku a jeho výkonnost jedním číslem. [1]

Tyto souhrnné ukazatele se dělí na bonitní a bankrotní indikátory. Bonitní indikátory vyjadřují míru kvality podniku z hlediska jeho výkonnosti, jsou orientovány na vlastníky a investory. Bankrotní indikátory jsou orientovány spíše na věřitele, jelikož vyjadřují schopnost podniku dostát svým závazkům. [12]

2.5.1 Altmanův model (Z-skóre)

Tento model patří mezi nejznámější a nepoužívanější souhrnné ukazatele. [15] Jeho zakladatel E. Altman založil tento model na základě predikce bankrotu ve skupině výrobních firem. Ze souboru poměrových ukazatelů následně vytvořil model Z-skóre. [1] Tento model vyjadřuje jednu hodnotou bonitu podniku ve formě funkce, která obsahuje optimální kombinaci ukazatelů a jejich vah. [12]

Základní tvar této funkce:

$Z - skóre =$

$$1,2 \times \frac{\dot{C}PK}{Aktiva} + 1,4 \times \frac{Nerozdělené zisky}{Aktiva} + 3,3 \times \frac{EBIT}{Aktiva} + 0,6 \times \frac{Tržní hodnota VK}{Cizí zdroje} + 1,0 \times \frac{Tržby}{Aktiva} \quad (23)$$

Tento základní tvar funkce je vytvořen pro podniky obchodovatelné na veřejných trzích.

V roce 1983 vznikl tento model i pro podniky neobchodované na veřejných trzích:

$$Z - skóre = 0,717 \times \frac{\text{ČPK}}{\text{Aktiva}} + 0,847 \times \frac{\text{Nerozdělené zisky}}{\text{Aktiva}} + 3,107 \times \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} + 0,420 \times \frac{\text{Tržní hodnota VK}}{\text{Cizí zdroje}} + 0,998 \times \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (24)$$

Pokud Z-skóre dosahuje hodnot vyšších než 2,99, značí to, že podnik má uspokojivou finanční situaci, při hodnotách Z-skóre mezi 1,81 až 2,99 má podnik nevyhraněnou finanční situaci a hodnoty nižší než 1,81 znamenají velmi výrazné finanční problémy. [15]

2.5.2 Indexy IN

Indexy důvěryhodnosti IN byly sestaveny Inkou a Ivanem Neumaierovými a tyto indexy na rozdíl od předchozího Altmanova modelu zohledňují zvláštnosti českých účetních výkazů a ekonomické situace v České republice. [1] První IN index byl sestaven již v roce 1995, byl nazýván index IN95 a byl řazen mezi bankrotní modely. U tohoto indexu byly váhy ukazatelů stanoveny dle odvětví, ve kterém sledovaný podnik působí. [15]

V roce 1999 byl sestaven index IN99, který byl spíše bonitního charakteru, a již bral v úvahu i tvorbu hodnoty, na bázi ukazatele EVA. [1] V dalších letech následoval ještě index IN01, který představoval spojení bankrotního modelu IN95 a bonitního modelu IN99. [12] Posledním IN indexem je index IN05, který vznikl aktualizací IN01.

$$IN05 = 0,13 \times \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} + 0,04 \times \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákl. úroky}} + 3,97 \times \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} + 0,21 \times \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktiva}} + 0,09 \times \frac{\text{Oběžná aktiva}}{(\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry})} \quad (25)$$

Pokud index IN05 dosahuje hodnot vyšších než 1,6, podnik tvoří hodnotu. Naopak, pokud je hodnota IN05 nižší než 0,9, podnik hodnotu netvoří. Pokud se index IN05 nachází mezi hodnotami 0,9 až 1,5, podnik se nachází v tzv. „šedé zóně“. [15]

3 MODERNÍ UKAZATELE VÝKONNOSTI

V současné době se mnoho podniků orientuje na hodnotově orientované řízení. Tento přístup vyvolává potřebu aplikace a využívání nových moderních ukazatelů výkonnosti, které lépe vystihují generátory tvorby hodnoty. [9]

Na rozdíl od klasických ukazatelů výkonnosti, které se opírají především o data z účetní závěrky podniku, moderní ukazatele uvažují s tzv. oportunitními náklady, tj. náklady obětované příležitosti, vyjádřené především náklady kapitálu, a základem pro moderní ukazatele je provozní výsledek hospodaření. [6]

Mařík a Maříková [11] definují kritéria moderního ukazatele, který by:

- „vykazoval co nejužší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value). Tato vazba by měla být prokazatelná statistickými propočty;
- umožňoval by využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížení pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí;
- překonával dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Především je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika a bral v úvahu rozsah vázaného kapitálu;
- umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků.“

Těmto požadavkům odpovídají především ukazatele postavené na hodnotových kritériích, a zejména ukazatel EVA (Economic value added). [11]

Jednotlivé konzultantské firmy propagují své koncepty řízení a měření výkonnosti podniků. [15] Podstata těchto ukazatelů je téměř shodná. [6] Liší se pouze v tom, zda v sobě obsahují nejen náklady na cizí kapitál, ale i na vlastní kapitál, zda jsou měřitelné na úrovni podnikových subjektů, zda jsou lehce vypočitatelné, zda jsou upravené o inflaci, zda v sobě obsahují hodnocení historického či budoucího vývoje apod. [15]

Mezi moderní ukazatele výkonnosti patří kromě ekonomické přidané hodnoty (EVA) zejména:

- diskontované cash flow (DCF)
- tržní přidaná hodnota (MVA)
- Excess Return (ER)

- Total Shareholder Return (TSR)
- Shareholder Value Added (SVA)
- Cash Flow Return on Investment (CFROI)
- výnosnost čistých aktiv (RONA)
- Cash Return on Gross Assets (CROGA) aj. [6],[15]

3.1 Diskontované cash flow (DCF)

V porovnání s volným cash flow jako absolutní veličinou, která nebere v úvahu čas ani riziko, při kterém jsou peněžní toky generovány, zohledňuje diskontované cash flow tyto okolnosti pomocí nákladů na kapitál. Díky tomu je výhodným ukazatelem výkonnosti podniku. Je také používáno investory pro hodnocení výhodnosti jejich investic pomocí čisté současné hodnoty či vnitřního výnosového procenta. Vnitřní výnosové procento vyjadřuje takovou diskontní míru, při které se čistá současná hodnota rovná nule. Tento ukazatel lze použít i při oceňování podniku. Neumožňuje ale přímo provázat hodnocení výkonnosti podniku s motivačním systémem tak, aby manažeři byli nuceni upřednostňovat ty projekty, které skutečně přinesou ekonomický užitek, tj. kladnou čistou současnou hodnotu. [15]

3.2 Tržní přidaná hodnota (MVA)

Ukazatel MVA je ukazatelem, jímž se hodnotí, zda podnik vytvořil akcionářskou hodnotu. Ukazatel měří rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou podniku. MVA se jeví jako nejpřesnější ukazatel bohatství, jež podnik vytvořil. [1]

Cílem je dosáhnout co nejvyšší hodnoty MVA. Ke zvýšení hodnoty MVA nedochází pouze navýšením vloženého kapitálu, ale pouze v případě, že investovaný kapitál do podniku vydělá více, než činí náklady na kapitál. [15]

Tento ukazatel lze použít pro hodnocení výkonnosti pouze na úrovni celého podniku, v případě, že je známa tržní hodnota podniku. Nevýhodou tohoto ukazatele však je, že není vždy jednoznačné a měřitelné, co je výsledkem působení manažerů a co okolností, kterou manažeři nemohou ovlivnit. Z ukazatele také není patrné, zda dosažená hodnota je dostatečující vzhledem k tomu, jaká očekávání mají investoři. [7]

$$MVA = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (26)$$

3.3 Excess Return (ER)

Ukazatel Excess Return vychází z tržní hodnoty, podobně jako ukazatel MVA. Tento ukazatel bere v úvahu požadavky investora na zhodnocení investovaného kapitálu a všechny přínosy, které mu investice může přinést, což je výhodnou oproti ukazateli MVA. [15]

Na základě empirického výzkumu bylo potvrzeno, že podniky vykazují vysokou korelaci mezi MVA a Excess Return, ukazatel MVA tedy může sloužit pro orientační výpočty a nahradit tak složitější výpočet výkonnosti podniku pomocí Excess Return. [21]

$$\text{Excess Return}_n = \text{skutečná hodnota bohatství v období } n - \text{očekávaná hodnota bohatství v období } n \quad (26)$$

3.4 Total Shareholder Return (TSR)

Ukazatel TSR měří změny v bohatství akcionářů v daném období, je funkcí výše vyplácených dividend a zvýšení, resp. snížení, ceny akcie na konci období v porovnání s počátkem období. Je obdobou ukazatele Excess Return v procentuálním vyjádření. V podstatě se shoduje s pojetím vnitřního výnosového procenta. [15]

Lze jej vyjádřit [1]

$$TSR = \frac{C_{t+1} - C_t + DIV}{C_t} \quad (27)$$

C_{t+1} – tržní cena akcie v čase t+1

C_t – tržní cena akcie v čase t

DIV – vyplácená dividenda na akcii

3.5 Shareholder Value Added (SVA)

Ukazatel SVA měří přidanou hodnotu pro vlastníky. Je vyjádřen:

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (28)$$

SVA_t – přidaná hodnota pro vlastníky v čase t

SV_t – hodnota podniku pro vlastníky [Shareholder Value] v čase t

SV_{t-1} – hodnota podniku pro vlastníky [Shareholder Value] v čase t-1

Shareholder Value je vyjádřena jako rozdíl k určitému datu mezi hodnotou celého podniku a hodnotou cizího kapitálu v tržních cenách. [15]

3.6 Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Ukazatel CFROI (cash flow výnosnost z investice) vychází z konceptu vnitřního výnosového procenta a patří mezi nejkompexnější výkonnostní ukazatele podniku. [6] Není jen pouhým ukazatelem výkonnosti podniku, ale komplexním modelem, jehož jádro tvoří ukazatel CFROI. [11]

Model CFROI porovnává zdaněné budoucí cash flow podniku očištěné od inflace s inflačně upravenou hotovostní investicí brutto, vloženou investory do podniku. Předpokladem je, že stávající vybavenost podniku aktivity se nebude v čase měnit a cash flow generované tímto majetkem bude po celou dobu jeho životnosti konstantní. [15] Model CFROI se tedy skládá z těchto komponent: brutto investiční báze (tj. počáteční výdaje), skládající se z odepisovaných a neodepisovaných aktiv, brutto cash flow a doba použití aktiv. [11]

$$BIB = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1+CFROI)^t} + \frac{Neodepisovaná\ aktiva}{(1+CFROI)^n} \quad (29)$$

BIB – brutto investiční báze

BCF – brutto cash flow v jednotlivých letech upravených o inflaci

n – doba ekonomické životnosti

t – jednotlivé roky budoucího období n

Model CFROI je konstruován tak, aby vystihl základní faktory působící na tvorbu hodnoty. Důležitou zásadou u metody CFROI je počítat s konečnou životností podniku. [11]

CFROI je obvykle počítán na roční bázi a následně porovnáván s náklady na kapitál upravenými o inflaci. V případě, že spread je větší než 0, podnik tvoří hodnotu, pokud je menší, hodnotu netvoří. [15]

$$CFROI_{spread} = CFROI - WACC_{real} \quad (30)$$

Výhodou modelu CFROI je možnost porovnat výkonnost podniků v čase, s různou skladbou aktiv, v různých odvětvích a v různých zemích. Model CFROI je nejpřesnější z hlediska konstrukce, odstraňování účetních nedostatků a zohlednění inflace. Velkou nevýhodou je však zejména náročnost úprav, které jsou potřebné k výpočtu tohoto ukazatele. Zejména kvůli této náročnosti zatím tento model není v podnikatelské praxi ČR příliš využíván. [15]

3.7 Rentabilita čistých aktiv (RONA)

Tento ukazatel je založen na poměrové analýze finančního výstupu a zdrojů, které byly na tento finanční výstup vynaloženy.

$$RONA = \frac{\text{provozní zisk po zdanění (NOPAT)}}{\text{čistá aktiva (NA)}} \quad (31)$$

Ukazatel RONA porovnáváme s náklady na kapitál, jestliže je rentabilita čistých aktiv větší než náklady na kapitál, podnik tvoří hodnotu, pokud je menší, podnik hodnotu netvoří. [6]

3.8 Cash Return on Gross Assets (CROGA)

Ukazatel CROGA (hotovostní rentabilita hrubých aktiv) je zjednodušeným přístupem k vyjádření výkonnosti v daném roce.

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA} \quad (32)$$

OATCF – provozní cash flow po zdanění

GA – hrubá (brutto] aktiva = suma dlouhodobých provozních aktiv v pořizovacích hodnotách + pracovní kapitál

Výsledná hodnota ukazatele CROGA se porovnává s náklady na kapitál. V případě, že je tento ukazatel větší než náklady na kapitál, podnik tvoří hodnotu. [15]

3.9 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Tomuto ukazateli je věnována v rámci této práce samostatná kapitola.

4 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA)

Koncept ekonomické přidané hodnoty EVA se rozšířil v 90. letech 20. století díky poradenské společnosti Stern Stewart & Co., která tento koncept prosazovala při hodnocení výkonnosti podniku. [1]

Erik Stern¹, mezinárodní prezident společnost Stern Stewart & Co. zdůvodňuje, proč je EVA nejlepším měřítkem tvorby hodnoty pro vlastníky. EVA není pouze měřítkem výkonnosti, ale i kompletním systémem pro řízení hodnoty podniku, který je transparentní, závazný a snadno pochopitelný. V rámci tohoto systému lze na EVA postavit i odměňování manažerů.

Pavelková a Knápková [15] uvádí, že „*ekonomická přidaná hodnota představuje ve své podstatě ekonomický (mimořádný) zisk, který podnik vytvoří po úhradě všech nákladů včetně všech nákladů na kapitál (cizího i vlastního v podobě nákladu obětované příležitosti).*“

Marinič [9] míní, že nejdůležitějším prvkem, který ukazatel EVA přináší do měření výkonnosti podniku, je informace o „skutečné ceně vlastního kapitálu“. Promítnutím do implicitních (oportunitních) nákladů je obraz o celkové výkonnosti podniku reálnější.

Wagner [20] konstatuje, že měřítko EVA bylo primárně vytvořeno pro hodnocení výkonnosti podniku jako celku z pohledu externích uživatelů. Toto měřítko vyjadřuje výkonnost dosaženou v určitém časově vymezeném období a je založeno na tzv. projektivním přístupu k měření výkonnosti.

Podstatou ukazatele EVA je rozdíl ve výši ekonomického zisku a zisku vykazaného v účetnictví. V účetním zisku jsou zohledněny pouze náklady na cizí kapitál, ale ne na vlastní kapitál. [7]

Základní výpočet ukazatele EVA je [11]:

$$EVA = NOPAT - Capital \times WACC \quad (33)$$

NOPAT – zisk z operační činnosti podniku po daních (net operating profit after taxes)

¹ STERN, E. Why EVA Is the Best Measurement Tool for Creating Shareholder Value. Dostupné z: <http://www.qfinance.com/business-strategy-best-practice/why-eva-is-the-best-measurement-tool-for-creating-shareholder-value?full>

Capital – kapitál vázaný v aktivech, který je používán pro operační činnosti podniku

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

Dle Pavelkové, Knápkové [15] ukazatel ekonomické přidané hodnoty měří, jak podnik za určité období přispěl svou činností ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

Mařík a Maříková [11] zdůrazňují, že ukazatel EVA je založen na ekonomickém zisku, a je tedy nutné při jeho výpočtu provést konverzi účetního modelu (tj. dat získaných z účetních výkazů) na model ekonomický (tj. zobrazení ekonomické reality). Poradenská společnost Stern, Steward & Co., autor konceptu EVA, zpracoval celkem 164 možných úprav pro provedení této konverze. Úplný seznam těchto úprav je však obchodním tajemstvím této společnosti. V praxi je používáno pouze několik z nich.

Při zjišťování výše ekonomické přidané hodnoty lze použít zjednodušený výpočet tohoto ukazatele z účetních dat podniku. Tento postup používá např. Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR a je využíván zejména v případech, kdy není k dispozici dostatek informací o podniku pro smysluplnou konverzi účetního modelu na model ekonomický. [15]

$$EVA = (ROE - r_e) \times VK \quad (34)$$

ROE – rentabilita vlastního kapitálu

r_e – náklady na vlastní kapitál

VK – vlastní kapitál

Pro mezipodnikové srovnání výkonnosti či srovnání v jednotlivých obdobích lze použít pouze spread ($ROE - r_e$). [15]

4.1 Výpočet EVA

Pro výpočet ukazatele EVA je nutné upravit vstupní data získaná z účetních výkazů podniku tak, aby co nejvíce odpovídala ekonomické realitě. Vzhledem k tomu, že účetní systémy mají svou podstatu v zásadách opatrnosti a více než na vlastníky jsou více zaměřeny na věřitele, kapitálové trhy a daňové zákony, účetnictví neodráží ekonomickou situaci podniku úplně reálně. [7]

Tato konverze z účetního modelu na model ekonomický by měla obsahovat čtyři části [11]:

- konverzi na operační aktiva (NOA)
- konverzi financování (NOPAT)

- konverzi daňovou (úprava daně)
- konverzi akcionářskou (ekvivalenty vlastního kapitálu).

Základní konstrukce ukazatele ekonomické přidané hodnoty vychází ze tří klíčových hodnot, a to:

- hodnoty čistého provozního zisku zvýšeného po zdanění (NOPAT)
- celkového investovaného kapitálu (C – Capital)
- průměrných nákladů kapitálu (WACC). [6]

4.1.1 Úpravy rozvahy – vymezení čistých operativních aktiv (NOA)

Položka C (Capital) představuje kapitál vázaný v aktivech, která slouží pro operační činnosti podniku. Pro jeho výpočet jsou nutná účtovaná aktiva, která jsou dále upravována o řadu položek. [11] Je třeba provést vymezení aktiv produkující operativní zisk, která jsou krytá tímto kapitálem, tzv. čistá operativní aktiva NOA (net operating assets). [15]

Kalkulaci tohoto investovaného kapitálu lze provést dvěma přístupy, buď přes aktiva, nebo přes pasiva. V případě postupu přes aktiva se kapitál vypočte jako součet stálých provozních aktiv v zůstatkových cenách a čistého pracovního kapitálu. V případě přístupu přes pasiva se jedná o sumu účetní hodnoty vlastního kapitálu a úročených závazků. Hodnota kapitálu je při použití obou přístupů shodná. [6]

Postup vymezení čistých operativních aktiv lze definovat:

- z aktiv vydělit neoperační aktiva
- aktivovat v tržním ocenění položky, které nejsou v aktivech účetně vykazovány
- snížit aktiva o neúročený cizí kapitál. [11]

Vyloučení neoperativních aktiv

V rámci tohoto kroku je nutné definovat, která aktiva mají operativní charakter a jsou tedy nutná pro základní činnosti podniku. Velikost této úpravy je prováděna v závislosti na konkrétní činnosti podniku.

Dlouhodobý finanční majetek

V případě, že dlouhodobý finanční majetek nesouvisí s hlavní činností podniku a jedná se o portfoliové investice, tento majetek by měl být vyloučen z operativních aktiv. Pokud je

však u těchto investic jedná o propojení s hlavní činností, lze tyto investice oceněné tržní cenou v NOA ponechat.

Krátkodobý finanční majetek

Z operačních aktiv je nutné vyloučit veškerý krátkodobý finanční majetek, který má charakter strategické rezervy a je provozně nenutný. Výši této položky, která je nutná pro provoz podniku, lze stanovit absolutní částkou nebo pomocí stanovené úrovně ukazatele likvidity.

Nedokončené investice

Jedná se obvykle o majetek provozně nutný, není však k dispozici pro tvorbu současných výsledků hospodaření. Měl by být z NOA vyloučen.

Jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti podniku

Z aktiv vyloučíme nevyužívané pozemky a budovy, hmotný majetek nesouvisející s hlavní činností, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, majetek málo provozně využitelný, např. nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky apod.

[11],[15]

Operační aktiva nevykázaná v účetnictví

Finanční leasing

Po právní stránce je majitelem předmětu finančního leasingu stále pronajímatel. Z ekonomického hlediska však ekonomické užitky a rizika při finančním leasingu nese nájemce. Proto je vhodné toto aktivum do NOA započítat, nejlépe v tržní hodnotě. Tato položka je podstatná zejména u podniků, které disponují s velkým objemem takto financovaného majetku.

Náklady přinášející dlouhodobý užitek v budoucnu

Je vhodné aktivovat náklady na reklamu, logistiku, vzdělávání pracovníků, restrukturalizaci podniku, výzkum a vývoj a další položky, které budou v budoucnu přinášet dlouhodobý užitek. Pokud by tyto položky nebyly aktivovány a postupně odepisovány, ovlivní výrazně dosažené EVA v roce, kdy by byly zahrnuty jednorázově do nákladů.

Goodwill

Položka goodwill vykázaná v rozvaze představuje kladný nebo záporný rozdíl mezi tržní cenou podniku a cenou jeho individuálně přeceněných položek majetku, které jsou sníženy o převzaté závazky. Tento rozdíl může vzniknout např. díky potenciálu podniku v podobě jeho dobrého jména. Tento rozdíl může nabývat kladných i záporných hodnot. Kladný goodwill se odepisuje rovnoměrně do nákladů, záporný do výnosů po dobu 60 měsíců. Pro výpočet NOA je vhodné ho zahrnout v brutto hodnotě za předpokladu, že se jeho hodnota nesnižuje.

Oceňovací rozdíly u oběžného majetku

U pohledávek je nutno zjistit, zda nejsou nadhodnoceny či podhodnoceny z důvodu vytváření opravných položek podle daňových předpisů. V případě jejich nadhodnocení je nutné tento rozdíl od NOA odečíst, v případě podhodnocení naopak přičíst. U zásob je vhodné použít k ocenění tržní ceny.

Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku

V rámci úprav je vhodné přecenění dlouhodobých aktiv na úrovni reprodukčních cen, které jsou sníženy o reálné opotřebení. V případě dlouhodobého finančního majetku je vhodné použít tržní ceny.

Úmyslně vytvořené tiché rezervy

Tiché rezervy mohou vznikat zejména na základě zvolené metody odepisování nebo tvorbou nadbytečných rezerv. Je důležité posoudit potřebnost těchto rezerv z hlediska ekonomické reality.

[11],[15]

Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál

Upravená aktiva je nutné snížit o pasiva, která nenesou náklad, jedná se zejména o položky krátkodobých závazků, pasivních položek časového rozlišení a nezaplatněných dlouhodobých závazků. Důvodem tohoto snížení je princip výpočtu ukazatele EVA, kdy od operativního zisku jsou odečítány náklady na kapitál, tyto položky pasiv však náklady na kapitál nenesou. [15]

4.1.2 Úpravy výkazu zisku a ztráty – vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)

Čistý operativní zisk představuje hospodářský výsledek podniku vygenerovaný v souvislosti s hlavní činností podniku. Důležitou zásadou při určování NOPAT (net operating profit after taxes) je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou určitá aktiva zařazena do NOA, je nezbytné, aby náklady a výnosy vztahující se k těmto aktivům byly zařazeny do výpočtu NOPAT. [11], [15]

Při určování výše NOPAT můžeme vycházet z výsledku hospodaření z běžné činnosti. Použitím tohoto výsledku hospodaření jsou automaticky vyloučeny výnosy a náklady z mimořádné činnosti. [15]

Mařík a Maříková [11] uvádí tyto úpravy hospodářského výsledku z běžné činnosti:

- Vyloučení placených úroků z finančních nákladů, včetně implicitních úroků, které jsou obsaženy v leasingových splátkách, jejich přičtením zpět k výsledku hospodaření. Úroky jsou obsaženy v nákladech kapitálu, takže by byly do výpočtu EVA zahrnuty dvakrát.
- Vyloučení mimořádných položek v nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat, např. náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku, rozpouštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku apod.
- Vyloučit výnosy z operativně nepotřebných aktiv.
- Vyloučit náklady na výzkum a vývoj, na vzdělávání zaměstnanců, na reklamu a další, které byly aktivovány a započítat odhadnuté odpisy těchto aktivovaných nákladů.
- Vyloučit finanční výnosy a náklady spojené s dlouhodobým finančním majetkem, pokud majetek není operativně potřebným aktivem.
- Do NOPAT je nutné započíst i vliv změn vlastního kapitálu, které souvisí s výpočtem NOA. Kromě již zmíněného vyloučení aktivovaných nákladů jsou to ještě:
 - o Úprava odpisů v závislosti na tom, zda je nebo není v rozvaze vykazován goodwill. Je-li tato položka vykazována a k ní jsou vykazovány odpisy, je třeba tyto odpisy z propočtu NOPAT vyloučit, jestliže je předpoklad trvalé hodnoty goodwillu.
 - o Do NOPAT je nutné započítat případné zvýšení či snížení opravných položek na zásoby a pohledávky.

- Naopak vyloučit z výpočtu NOPAT je třeba tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud ovlivnily výsledek hospodaření.
- Důležitou položkou je úprava daní, jelikož NOPAT představuje zdaněný operativní zisk. Tuto úpravu lze provést například tak, že budeme vycházet ze splatné daně pro daný rok a tuto daň snížíme nebo zvýšíme v závislosti na výnosech a nákladech, o které se NOPAT liší od výsledku hospodaření z výkazu zisk a ztráty.

4.1.3 Výpočet nákladů na kapitál

Pro určení hodnoty ukazatele EVA je nutné určit náklady na kapitál. Náklady na kapitál lze definovat jako náklady podniku na získávání jednotlivých druhů podnikového kapitálu. Tyto náklady vyjadřují minimální míru výnosnosti kapitálu, kterou požadují vlastníci podniku. [1]

Při kalkulaci EVA jsou používány vážené průměrné náklady na kapitál (WACC). WACC vyjádříme jako vážený průměr nákladů na vlastní kapitál a na cizí úplatný kapitál. [15]

$$WACC = N_{CK} \times \frac{CK}{C} + N_{VK} \times \frac{VK}{C} \quad (35)$$

WACC – vážená průměrná hodnota nákladů kapitálu

CK – tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

VK – tržní hodnota vlastního kapitálu

C – tržní hodnota celkového kapitálu (VK + úročený CK)

N_{CK} – náklady na cizí kapitál

N_{VK} – náklady na vlastní kapitál

Pro zjištění struktury kapitálu je možné použít pro výpočet současnou nebo cílovou strukturu kapitálu podniku, i strukturu kapitálu obvyklou u srovnatelných podniků. [15]

Náklady na cizí kapitál

Nákladem cizího kapitálu je úrok nebo kupónová platba, která je placena věřitelům. Základní úroková míra vychází ze situace na finančním trhu. Konkrétní výše této úrokové míry se určuje z několika hledisek, např. z hlediska času, očekávané efektivnosti, hodnocení bonity dlužníka. [1]

Tyto úrokové náklady jsou kráceny o daňový štít, tzn. o úspory z daní, které plynou z použití cizího kapitálu. [11]

$$N_{CK} = i \times (1 - t) \quad (36)$$

N_{CK} – náklady cizího kapitálu

i – úrok z cizího kapitálu

t – daňová sazba ze zisku v %/100

Celkové náklady podniku na cizí kapitál lze vypočítat jako vážený průměr z úrokových sazeb, které platíme z jednotlivých složek cizího kapitálu. Do cizího kapitálu nejsou zahrnována neúročená pasiva a rezervy. Naopak se do cizího kapitálu zahrnují některé mimo-rozvahové položky, zejména leasing. [15]

V případě bankovních úvěrů lze náklady na cizí kapitál zjistit z uzavřených úvěrových smluv, ve kterých byly sjednány úrokové sazby. Pokud přesně neznáme úrokové sazby jednotlivých úvěrů, lze tuto úrokovou míru zjistit dle odhadu: [1]

$$i = \frac{\textit{nákladové úroky}}{\textit{průměrný stav bankovních úvěrů}} \quad (37)$$

Náklady na dluhopisy jsou rovny takové úrokové sazbě, při které je suma současné hodnoty úrokových výnosů dluhopisu a současné hodnoty nominální ceny dluhopisu rovna jeho tržní ceně:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{ú_t}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n} \quad (38)$$

C – tržní cena dluhopisu

$ú_t$ – úrok z dluhopisu v jednotlivých letech

N – nominální cena dluhopisu

t – jednotlivé roky doby splatnosti dluhopisu

n – doba splatnosti dluhopisu

i – požadovaná výnosnost do doby splatnosti v %/100 = náklady dluhu před zdaněním

Stejně lze postupovat i při určení nákladů na leasing při výpočtu implicitní úrokové míry leasingu:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{LP_t}{(1+i)^t} + \frac{ZC}{(1+i)^n} \quad (39)$$

C – cena předmětu leasingu

LP_t – leasingová platba v období t = leasingová splátka + úrok

ZC – zůstatková cena předmětu leasingu

t – jednotlivé roky doby trvání leasingu

n – doba trvání leasingu

i – implicitní úroková míra leasingu

[15]

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál obvykle převyšují náklady na cizí kapitál. Důvodem je, že riziko vlastníka, který vkládá své prostředky do podniku, převyšuje riziko věřitelů. Dalším důvodem je i snížení nákladů na cizí kapitál o daňový štít. [1] Náklady na vlastní kapitál lze vyjádřit jako výnos z investovaných prostředků, který je očekáván vlastníky podniku. [15]

Určit výši nákladů na vlastní kapitál je poměrně složité. Existuje několik metod, některé na bázi tržních přístupů, některé na bázi účetních dat. [1]

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model)

Tento model je nejčastěji používaným modelem na kapitálových trzích. Jeho podstatou je rozlišení systematického a nesystematického rizika investice. Tento model bere v úvahu pouze systematické tržní riziko. [15]

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (40)$$

r_e – náklady vlastního kapitálu v %

r_f – bezriziková úroková míra β

β – koeficient relativní rizikovosti podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

r_m – průměrná výnosnost kapitálového trhu

$(r_m - r_f)$ – riziková prémie kapitálového trhu

K výpočtu nákladů na vlastní kapitál pomocí tohoto modelu je nutné vyjádřit koeficient β , bezrizikovou úrokovou míru a rizikovou prémii. Za bezrizikovou úrokovou míru je nejčas-

těži dosazována úroková míra desetiletých státních dluhopisů. Riziková prémie kapitálového trhu odpovídá syntetickému riziku tohoto trhu. Tuto prémii lze spočítat jako rozdíl mezi průměrnou očekávanou výnosností kapitálového trhu r_m a bezrizikovou úrokovou mírou r_f . [11], [15]

Koeficient β vyjadřuje citlivost investice vůči kapitálovému trhu. Výše tohoto koeficientu udává, zda riziko konkrétní investice je větší ($\beta > 1$) nebo menší ($\beta < 1$) než riziko kapitálového trhu. Pokud nelze koeficient β určit přímo, je nutné pro výpočet nákladů na vlastní kapitál použít metodu CAPM s náhradními odhady β . K odhadu je možné použít metodu analogie nebo nezávislou prognózu. [11], [15]

V případě metody analogie používáme oborová β nebo β obdobných podniků. V tomto případě je však nutné zohlednit výraznější rozdíly mezi oceňovaným a srovnávaným podnikem. Koeficient β je také ovlivněn zadlužeností podniku. Vliv této zadluženosti vyjádříme: [1], [11], [15]

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{CK}{VK} \right) \quad (41)$$

β_Z – β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

β_N – β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

t – sazba daně z příjmů

CK – cizí kapitál

VK – vlastní kapitál

Stavebnicový model

Náklady na vlastní kapitál stanovené pomocí stavebnicového modelu jsou dány sumou bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky. Riziková přírážka se může skládat z více položek, které zohledňují rizika trhu, oboru, výrobní rizika, finanční rizika, organizační strukturu a další. Tento model na rozdíl od modelu CAPM kromě systematického rizika bere v úvahu i nesystematické riziko. [11], [15]

V našich podmínkách je používán model INFA, autorů Inky a Ivana Neumaierových [12]. Tento model využívá pro statistické účely i Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. [15]

Dle modelu INFA lze náklady na vlastní kapitál vyjádřit takto: [12]

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{finstr} + r_{finstab} \quad (42)$$

r_e – alternativní náklad na kapitál (náklady na vlastní kapitál)

r_f – sazba bezrizikového aktiva

r_{LA} – riziková přírážka za nedostatečnou likvidnost akcie

r_{podnik} – přírážka za výši podnikatelského rizika

r_{finstr} – přírážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury

$r_{finstab}$ – přírážka za riziko, že podnik nebude schopen platit své závazky

Určení nákladů na vlastní kapitál na základě průměrné rentability

Náklady na vlastní kapitál lze určit z údajů o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. [15]

Stanovení nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál

Podstatou této metody je, že náklady na vlastní kapitál převyšují náklady cizího kapitálu. Náklady na vlastní kapitál stanovíme tak, že náklady na cizí kapitál zvýšíme o stanovené procento. [15]

Kromě výše uvedených metod lze využít ještě metody pro stanovení nákladů na vlastní kapitál vycházející ze skutečnosti, že podnik je veřejně obchodovatelný na kapitálových trzích. Mezi tyto metody patří např. již jmenovaný model CAPM, model arbitrážního oceňování nebo využití poměru P/E. V případě, že podnik vyplácí dividendy a má stabilní dividendovou politiku, lze využít i dividendový model.

Model arbitrážního oceňování (APT – Arbitrage Pricing Theory)

Tento model je založen na tržním přístupu a jeho podstatou je, že očekávaný výnos je závislý na riziku, které vychází z obecných ekonomických vlivů, zejména makroekonomických faktorů. Jako nevýhodu lze označit velkou pracnost v porovnání např. s metodou CAPM. [1], [15]

P/E (Price-Earnings Ratio)

Další model založený na tržním principu, základním předpokladem je nulový růst příjmů a dividendový výplatní poměr ve výši 100%. Náklady na vlastní kapitál touto metodou lze vypočítat: [15]

$$r_e = \frac{1}{P/E} \quad (43)$$

Dividendový model

Tento model je založen na tom, že hodnotu akcie lze vyjádřit jako současnou hodnotu příjmů, která z této akcie plyne. V případě, že podnik vyplácí dividendy, je tento model snadno vyjádřitelný. [15]

$$SH = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (44)$$

SH – současná hodnota akcie

i – požadovaná výnosnost akcie

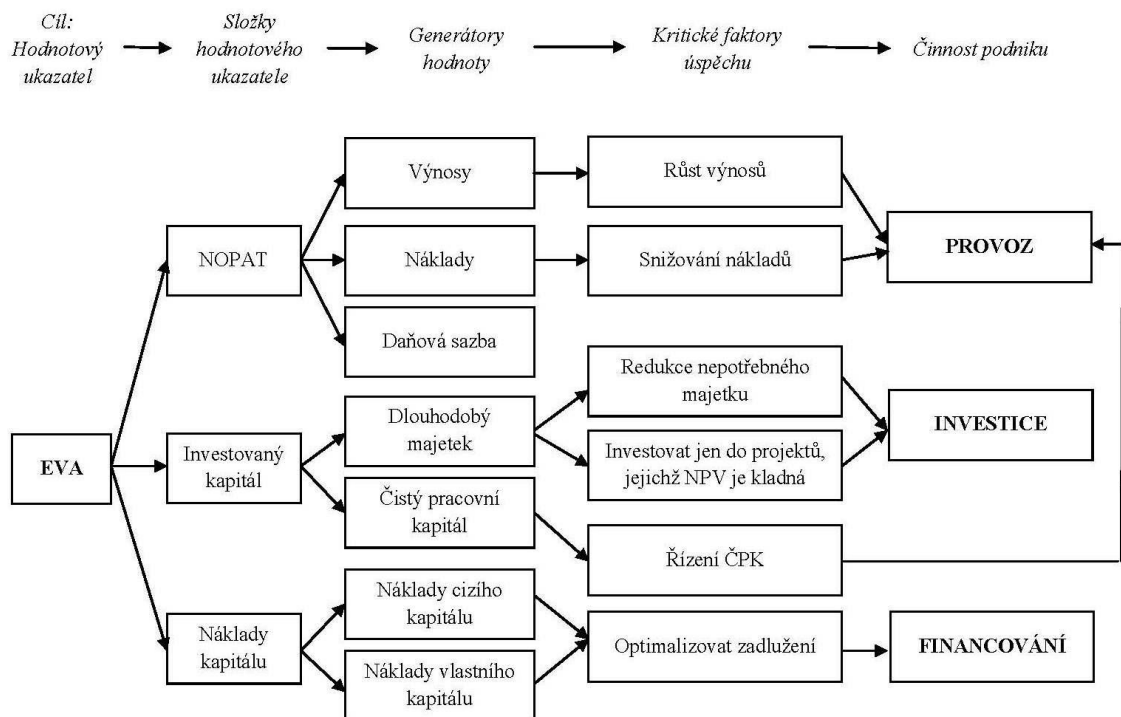
D_t – dividenda v jednotlivých letech

P_n – očekávaná prodejní cena za n let

4.2 Identifikace faktorů, které ovlivňují výši ukazatele EVA

Pro zvyšování hodnoty podniku je vhodné zvyšovat hodnotu EVA. Abychom mohli tuto hodnotu zvyšovat, je nutné znát faktory, které ovlivňují výši ukazatele EVA. Tyto faktory lze zjistit z rozkladu ukazatele EVA, který je zobrazen na následujícím obrázku (*Obr. 1*), kde se ukazatel EVA dělí na 3 části, na provozní oblast, oblast investic a oblast financování. [27]

Provozní oblast zahrnuje čistý operativní zisk po zdanění NOPAT. Pro zvýšení hodnoty ukazatele EVA je vhodné zvyšovat hodnotu NOPAT. Oblast financování je zastoupena průměrnými váženými náklady na kapitál WACC. Tyto náklady na kapitál jsou ovlivněny kapitálovou strukturou a náklady jednotlivých druhů kapitálu. Pro zvyšování hodnoty ukazatele EVA je vhodné WACC snižovat. Oblast investic představuje hodnotu investovaného kapitálu, který se skládá z dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu. Pro zvyšování hodnoty ukazatele EVA je vhodné investovaný kapitál snižovat. [27]



Obr. 1 Generátory hodnoty v konceptu EVA [15]

Faktory ovlivňující výši ukazatele EVA, tzv. generátory hodnoty, se nejčastěji zjišťují pomocí pyramidového rozkladu ukazatele EVA. Kromě tohoto rozkladu je používána i citlivostní analýza. [15]

4.2.1 Pyramidový rozklad

Podstatou pyramidového rozkladu je postupný rozklad vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele. Tento postupný rozklad umožňuje identifikovat vazby mezi jednotlivými dílčími ukazateli a jejich vliv na hodnotu vrcholového ukazatele. [1]

Pro pyramidový rozklad lze využít i rozklad INFA, které je používáno Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR². Tento typ rozklad pracuje s neupravenými daty z účetních výkazů. Tento pyramidový rozklad je využíván i pro mezipodnikové srovnání. [7]

² www.mpo.cz

4.2.2 Citlivostní analýza

Podstatou citlivostní analýzy je určení citlivosti ukazatele na změnu faktorů, které ovlivňují hodnotu tohoto ukazatele. Citlivostní analýza většinou navazuje na pyramidový rozklad a analyzovány jsou všechny faktory, které vychází z tohoto rozkladu. Nevýhodou této analýzy citlivosti je fakt, že obvykle v praxi nedochází pouze ke změně jednoho faktoru, ale změna jednoho faktoru obvykle vyvolá změnu u faktoru jiného. [15]

4.3 Možnosti využití ukazatele EVA

4.3.1 EVA jako měřítko výkonnosti

Ukazatel EVA je jedním z klíčových ukazatelů měřítek výkonnosti podniků. Je koncipován tak, aby motivoval manažery k růstu hodnoty pro akcionáře. Tento ukazatel odpovídá požadavkům na moderní hodnotové ukazatele, zahrnuje kalkulaci rizika a bere v úvahu rozsah nákladů na kapitál, nejen cizích, ale i vlastních. [1], [11]

Pavelková a Knápková [15] zdůrazňují tyto zásadní odlišnosti od klasických ukazatelů výkonnosti:

- „EVA vychází ze zisku v ekonomickém pojetí, tzn. zahrnuje též alternativní náklady investovaného vlastního kapitálu;
- EVA zahrnuje pouze výnosy a náklady, které jsou spojeny s hlavní podnikatelskou činností, a nezahrnuje výnosy a náklady s mimořádnými událostmi nebo nestandardními aktivitami;
- EVA bere při výpočtu nákladů kapitálu v úvahu pouze kapitál, který je vázaný v aktivech využívaných v hlavní podnikatelské činnosti; a o pouze kapitál investorů, kteří očekávají výnos z jeho alokace do podniku;
- EVA je absolutní ukazatel, tzn. je samostatně použitelným kritériem pro hodnocení výkonnosti (nepotřebuje srovnávací standard).“

4.3.2 EVA jako ukazatel pro investiční rozhodování

Ukazatel EVA lze využít i při hodnocení investičních projektů. Pomocí tohoto konceptu lze sjednotit investiční rozhodování v celém podniku. Použití konceptu EVA vede ke stejným výsledkům jako použití tradiční metody DCF. [15]

4.3.3 EVA jako nástroj ocenění

Ukazatel EVA jako nástroj ocenění postihuje hlavní faktory, které mají vliv na tvorbu hodnoty podniku. Podstatnou roli u této metody oceňování má tržní přidaná hodnota (MVA). Vztah mezi EVA a MVA lze naznačit tak, že EVA měří úspěch podniku v minulosti, MVA je zaměřena do budoucnosti.

Zjednodušeně lze vyjádřit hodnotu podniku sumou investovaného kapitálu a současné hodnoty budoucích EVA. Toto tvrzení lze rozepsat do vzorce:

$$H_{VK} = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC-g} \times \frac{1}{(1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (46)$$

H_{VK} – hodnota VK (netto)

NOA_0 – čistá operativní aktiva k datu ocenění

T – počet let explicitně plánovaných hodnot EVA

D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 – neoperativní aktiva k datu ocenění

$WACC$ – průměrné náklady na kapitál

g – průměrné roční tempo růstu EVA

Pro růst tržní hodnoty podniku je nutné dosahovat co nejvyšší ekonomické přidané hodnoty v běžném roce a vytvářet příležitosti pro růst. [10], [15]

4.3.4 EVA jako nástroj odměňování

Odměňování manažerů je důležitou součástí řízení podniku. Vzhledem k tomu, že cíle vlastníků a manažerů se často odlišují, je nutné nastavit takový systém odměňování, který by byl výhodný pro obě strany. Bonusový systém založený na ukazateli EVA je vyhovující pro management i vlastníky, protože jeho podstatou je zvýšit hodnotu EVA. [10], [15]

Z konceptu EVA vychází několik verzí bonusových systémů.

Původní bonusový systém EVA – verze X

Jeho podstatou je vyplácení fixního procenta z vytvořené hodnoty ukazatele EVA manažerům podniku.

Bonusový systém EVA – verze XY

Tento systém vychází z původního modelu – verze X, tj. z absolutních hodnot ukazatele EVA, ale také zohledňuje i zlepšení tohoto ukazatele. Díky zlepšení, tj. přírůstkům hodnoty EVA, je systém XY mnohem efektivnější než původní bonusový systém X, zejména pro ty podniky, které dosud netvořily hodnotu pro vlastníky.

Pro tento systém platí:

$$\text{Bonus} = (x \% \times EVA) + (y \% \times \Delta EVA) \quad (47)$$

Moderní verze bonusového systému EVA

V moderní verzi bonusového systému EVA je bonus složen z cílového bonusu a fixního procenta z rozdílu přírůstku EVA a očekávaného zlepšení EVA. Cílový bonus manažeři získají až při dosažení očekávané změny ukazatele EVA. Měřítkem výkonnosti je hodnota ukazatele EVA dosažená navíc k očekávanému zlepšení EVA.

Pro tento systém platí:

$$\text{Bonus} = \text{cílový bonus} + y \%(\Delta EVA - OZE) \quad (48)$$

cílový bonus – bonus v případě dosažení očekávaného zlepšení EVA

OZE – očekávané zlepšení EVA

[15]

V rámci systému odměňování založeného na ukazateli EVA jsou pracovníkům založeny bonusové účty, na které je vyplácena část kladného bonusu, tento účet kryje případný záporný bonus v dalších letech. Bonusový systém EVA většinou nemá stanovené žádné hranice pro získání bonusu, bonus tedy může být kladný i záporný. [10]

4.4 Zhodnocení ukazatele EVA

Ukazatel EVA má své nesporné výhody. Je ale vzít v potaz i jeho nevýhody a slabé stránky.

Mařík a Maříková [11] vidí výhody EVA v tom, že se jedná o ukazatel, který je založen na principu překonání tradičních problémů účetnictví. Ovšem při hodnocení podniku tímto ukazatelem se nelze omezit pouze na hodnotu EVA v současné době, ale je nutné prognózovat její budoucí vývoj, zejména proto, že zvýšení hodnoty ukazatele EVA v běžném roce nemusí vždy vést ke zvyšování hodnoty podniku. Určitou nevýhodou při výpočtu ukazatele

EVA se jeví velké množství úprav účetních dat, které otevírá nové prostory pro subjektivní přístupy. A pokud dojde v přístupu k těmto úpravám a k výpočtům operačního zisku, aktiv a kapitálových nákladů ke změnám, může být narušena i srovnatelnost hodnot ukazatele EVA v čase.

Dle Pavelkové a Knápkové [15] lze u ukazatele EVA najít tyto přednosti:

- EVA slouží jako měřítko výkonnosti podniku, je blízká ukazateli čisté současné hodnoty. Ukazatel EVA vyhovuje teorii, že zvýšit hodnotu podniku lze jen v tom případě, když manažeři přijímají pouze takové projekty, které mají kladnou čistou současnou hodnotu.
- Díky zahrnutí nákladů na kapitál do ukazatele EVA, a tím i do měření výkonnosti podniku, je zhodnoceno riziko, které podnik podstupuje v rámci svého podnikání. Důležitým nástrojem je především zahrnutí nákladů na vlastní kapitál.
- EVA lze použít jako motivační nástroj a na jeho základě vypracovat systém odměňování manažerů, jelikož odpovědnost manažerů za vývoj tohoto ukazatele je jasnější než u ukazatele EPS.
- Ukazatel EVA je ovlivňován všemi typy rozhodnutí, která přijímají manažeři podniku, provozní a investiční rozhodnutí ovlivňují zisk a rentabilitu kapitálu, finanční rozhodnutí mají vliv na náklady na kapitál.
- Koncept EVA lze využít jako koncept řízení v podobě propojení všech podnikových činností a lidí účastnících se těchto procesů jedním základním kritériem – zvýšit hodnotu vložených prostředků. Tímto konceptem lze propojit strategické a operativní řízení.
- EVA vyjadřuje ve vymezeném období přínos hlavní podnikatelské činnosti k naplnění cílů podniku a vyděluje je od mimořádných vlivů.
- Koncept EVA lze použít v investičním rozhodování a při oceňování podniku. EVA přináší stejné výsledky jako metoda diskontovaných peněžních toků.
- V porovnání s ostatními hodnotovými ukazateli se EVA jeví jako jednodušší měřítko výkonnosti a jeho ekonomický obsah i vazby podnikových činností na jeho vývoj je snadněji pochopitelný.

Tyto autorky však zároveň upozorňují na určité nevýhody ukazatele:

- Ukazatel EVA vychází z účetních informací a vyčíslení vstupních údaj pro jeho výpočet vyžaduje mnoho úprav účetních veličin.

- Složitou problematikou je i výpočet nákladů na kapitál, zejména nákladů na vlastní kapitál, protože použití žádného z modelů pro jejich výpočet neudává jednoznačný výsledek.
- Nevýhodou ukazatele je i to, že není upraven o inflaci.
- Hodnocení podniků probíhá často na základě ročních změn EVA, a ne na základě současné hodnoty budoucích EVA, což může vést k orientaci na dosahování krátkodobé hodnoty EVA, a tím krátkodobého zvýšení hodnoty EVA.
- Pokud je růst hodnoty ukazatele EVA provázen růstem nákladů na kapitál, může hodnota podniku klesat i při současném zvýšení krátkodobé EVA.
- Ukazatel EVA zahrnuje pouze důsledky podnikatelské činnosti v daném období a nebere v úvahu očekávané přínosy v budoucích obdobích. Nelze ho samostatně použít jako základ pro hodnocení strategického vývoje podniku.

Ve své další publikaci Knápková a Pavelková [7] považují ukazatel EVA za výhodný, protože odstraňuje řadu slabých stránek finanční analýzy. Ukazatel EVA je i významným komunikačním nástrojem nejen uvnitř samotného podniku, ale i ve vztahu k vnějšímu prostředí finančních trhů. Ukazatel EVA lze propojit na tržní ukazatel MVA. Tento ukazatel ale lze použít pouze v případě, kdy máme dostatek interních informací z fungování podniku.

Dluhošová [1] také vyzdvihuje koncept EVA jako jednoduchý indikátor výkonnosti podniku, který vychází z koncepce WACC (zahrnuje celkové náklady na kapitál, jak cizí, tak i vlastní). Jako jeho slabou stránku vidí fakt, že jeho výpočet je omezen do jednoho roku, což je poměrně obtížné pro hodnocení změn v čase.

Wagner [20] shrnuje přednosti a omezení ukazatele EVA takto:

- Ukazatel EVA tím, že pracuje s náklady kapitálu, v sobě zahrnuje srovnání skutečné výkonnosti s požadovanou referenční úrovní, která udává minimální požadavky investorů na zhodnocení kapitálu. EVA tak v sobě zahrnuje i základní hodnocení a interpretaci dosažené výkonnosti.
- Ke zjištění hodnoty EVA je nutná řada analytických kroků, zejména úprav účetních dat a stanovení nákladů na kapitál. Ukazatel EVA tímto vytváří prostor pro výrazně větší uplatnění subjektivního přístupu.
- Ukazatel EVA je konstruován jako absolutní ukazatel, založený na rozdílu hodnot. Tyto hodnoty jsou však ovlivněné velikostí podniku a mezi podniky nesrovnatelné. Pro tyto účely je nutné hodnotu EVA převést do relativní podoby.

4.5 Implementace EVA

Pokud podnik zavádí do svého řízení koncept EVA nebo jiný hodnotový koncept, je vhodné, aby při této implementaci postupoval doporučeným způsobem. [15]

Autoři Young a O'Byrne [21] doporučují tyto čtyři základní kroky:

Krok 1: Rozhodnout na úrovni top managementu o implementaci konceptu EVA. V rámci tohoto kroku je vhodné vytvořit řídicí skupinu, jejímž úkolem bude tato implementace.

Krok 2: Přijmout strategická rozhodnutí týkající se implementace konceptu EVA, zejména:

- definování středisek pro výpočet EVA;
- způsob výpočtu ukazatele EVA (úpravy oproti účetnictví, četnost výpočtu EVA, stanovení ceny kapitálu pro podnik i pro jeho divize, nutnost změn stávajícího informačního systému);
- odměňování manažerů (jaký okruh manažerů bude odměňován dle EVA od počátku implementace, citlivost vyplácených bonusů na výsledky EVA, zda bude zavedena odložená složka odměňování, role akcií v systému odměňování či vztah odměňování k nefinančním kritériím).

Krok 3: Vypracovat plán implementace, včetně všech technických detailů.

Krok 4: Vypracovat program školení pracovníků (kdo bude školen, počet a rozsah školení, způsob prezentace konceptu EVA pracovníkům).

Implementovat konceptu EVA do podniku lze i na základě 4M, které sestavil Stern Steward. Tento postup prezentoval ve své práci z roku 2003: [28]

1M: Measurement

Prvním krokem v procesu implementace je určení způsobu měření ukazatele EVA. Je nutné stanovit klíčové úpravy účetních dat a převést účetní závěrku z účetního rámce na ekonomický. I když se doporučené úpravy mohou mezi jednotlivými odvětvími i jednotlivými podniky lišit, podstata ukazatele EVA zůstává stále stejná, a to lépe zachytit ekonomickou výkonnost podniku. Konkrétní úpravy jsou voleny po zvážení takových faktorů, jako je vliv dopadu, významnost a složitost. Společné úpravy zahrnují kapitalizaci výzkumu a vývoje, leasingu a neopakující se položky, jako např. náklady na restrukturalizaci.

2M: Management

Podstatou této fáze implementace EVA je najít způsob, jakým realizovat lepší rozhodnutí v celém podniku. Patří sem hodnocení klíčových projektů a rozvoj programových nástrojů, které se podílejí na zlepšování zejména analýzy obchodních problémů, konzistentnosti rozhodování ve výrobě, dokumentaci a schvalovacích procesů v celém podniku.

3M: Motivation

Třetí etapou implementace EVA je vytvoření pobídek, které jsou vázány přímo na tvorbu hodnoty pro vlastníky. Musí být vytvořen takový bonusový plán EVA, aby manažeři byli odměňováni tehdy, když vytvoří hodnotu pro vlastníky a zajistí udržitelné zlepšení výkonnosti podniku.

4M: Mindset

Za účelem zvyšování povědomí zaměstnanců o vytváření hodnoty, je významným prvkem odborné školení a komunikace. Vzdělávání klíčových pracovníků na téma koncepce EVA a podnikové finance vytváří základ pro pochopení této problematiky. Pokračující komunikace a školení na tato témata pak tvoří základ pro jejich úspěšnou implementaci a následné využívání v podniku.

V březnu 2009 ve své zprávě doplnil Stern³ k výše uvedeným 4M ještě další dva body, tento postup označujeme 6M:

5M: Market Communications

Komunikace na trhu je samozřejmou a rozhodující činností. Vrcholové vedení by mělo informovat věřitele, vlastníky a okolí podniku o svých cílech, tedy o maximalizaci udržitelné EVA. Tato komunikace je důležitá jak pro pracovníky podniku, tak i pro investory, kteří si takto ověřují, zda vrcholové vedení plně usiluje o maximalizaci hodnoty podniku.

³ STERN, J.M. A Message from our Chairman Joel M. Stern on Corporate Governance. New York 2009. Dostupné z: http://www.sternstewart.com/research/200903_Corporate%20Governance.pdf

6M: Managing strategic planning

V rámci procesu strategického plánování se EVA dělí na dvě základní části. První část je výpočet ze současné hodnoty očekávaných budoucích EVA, která je založena na výsledcích za běžný rok. Druhou částí je očekávaný růst EVA. Tento očekávaný růst by měl být obsažen v podnikových cílech vzešlých ze strategického plánování. Management by měl tento očekávaný růst EVA každoročně vyhodnocovat.

Doba trvání implementace EVA na úrovni vrcholového managementu je odhadována na 8-12 měsíců pro podniky s užším zaměřením své činnosti. Pokud je koncept EVA implementován i na střední management a poté postupně až k nejnižšímu stupni pracovních činností, délka první fáze může činit 15-18 měsíců a druhé fáze 12-18 měsíců. [15]

Pro úspěšnou implementaci konceptu EVA do řízení podniku definovali Stern a Shiely šest klíčových faktorů:

- *„Podnik musí mít životaschopnou podnikatelskou strategii a vhodnou organizační strukturu.*
- *Využití celého potenciálu konceptu EVA vyžaduje implementaci všech 6M.*
- *Podstatné je využití pobídkového systému a pokud možno napříč celým podnikem.*
- *Důležitou součástí implementace je důsledné proškolení pracovníků podniku, které by se nemělo omezovat pouze na vrcholový management.*
- *Silné přesvědčení vrcholového managementu o užitečnosti konceptu EVA a propagace EVA všemi možnými prostředky.*
- *Silné vtažení a odborná erudovanost finančního manažera, který je schopný porozumět a identifikovat klíčové možnosti ovlivnění EVA.“ [15]*

5 ZHODNOCENÍ MODERNÍCH KONCEPTŮ MĚŘENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

V tabulce (Tab. 2) je znázorněno srovnání nejčastěji používaných výkonnostních ukazatelů. Toto srovnání zahrnuje jednotku, v které je výkonnostní ukazatel vyjadřován, zda zahrnuje náklady na cizí a vlastní kapitál, zda je upraven o inflaci, měřitelný na úrovni divizí a náročnost jeho výpočtu. [15]

Tab. 2 Srovnání výkonnostních ukazatelů [9], [15]

Ukazatel	Jednotka	N _{CK}	N _{VK}	Úprava o inflaci	Měřitelné na úrovni divizí	Výpočet ukazatele
EBIT	Kč	ne	ne	ne	ano	jednoduchý
NOPAT	Kč	ne	ne	ne	ano	jednoduchý s nutností úprav
ČZ	Kč	ano	ne	ne	ano	jednoduchý
EPS	Kč	ano	ne	ne	ne	jednoduchý
EVA	Kč	ano	ano	ne	ano	průměrně náročný
DCF	Kč	ano	ano	ne	ano	průměrně náročný
MVA	Kč	nepřímo	nepřímo	ne	ne	jednoduchý
ER	Kč	ano	ano	ne	ne	průměrně náročný
TSR	%	nepřímo	nepřímo	ne	ne	průměrně náročný
SVA	Kč	ano	ano	ne	ano	průměrně náročný
CFROI	%	ne	ne	ano	ano	náročný
RONA	%	ne	ne	ne	ano	jednoduchý s nutností úprav
CROGA	%	ne	ne	ne	ano	náročný

Tyto ukazatele dále mohou být porovnávány i z hlediska toho, do jakých podnikových činností zasahují, např. plánování, ocenění podniku, odměňování apod. [5]

II. PRAKTICKÁ ČÁST

6 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI FANS, A.S.

V následující části své práce představím společnost FANS, a.s., provedu její vnitřní a vnější analýzu a dále se budu věnovat jejímu zhodnocení z hlediska výkonnosti. K tomuto hodnocení použiji klasické ukazatele výkonnosti a moderní ukazatel ekonomické přidané hodnoty.

6.1 Představení společnosti

Společnost FANS,a.s. působí především v oblasti výstavby, rekonstrukcí a generálních oprav chladicích věží pro energetické a průmyslové podniky.

Společnost má oficiální sídlo společnosti v Praze, její ředitelství a výrobní závod se však nachází v Hlinsku v Čechách. Vzhledem k většímu rozsahu podnikání ve Slovenské republice společnost zřídila v roce 2001 Organizační složku pro Slovenskou republiku se sídlem v Bratislavě. V roce 2002 byla v Rusku založena dceřiná společnost Filial FANS se sídlem v Moskvě, ve které má FANS, a.s. 100% podíl, v roce 2008 vznikla dceřiná společnost ZAO FANS-VOSTOK se sídlem v Moskvě, ve které FANS, a.s. vlastní 100% akcií. V roce 2009 byla také založena v Indii dceřiná společnost FANS ASIA PRIVATE LIMITED se sídlem ve Visakhapatnamu. FANS, a.s. vlastní 51% akcií této společnosti.

6.2 Základní informace o společnosti

obchodní jméno: FANS, a.s.

sídlo: Na Květnici 17, 140 00 Praha 4

IČO: 25625381

DIČ: CZ 25625381

právní forma: akciová společnost

datum zápisu: 21. 11. 1997

zapsaná: v OR vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 5051

předmět podnikání:

- výstavba, rekonstrukce a opravy chladicích věží a zařízení pro čištění prům. vod
- výroba zařízení pro chlazení a čištění průmyslových vod
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej

- výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd nebo společenských věd
- příprava a vypracování technických návrhů
- testování, měření, analýzy a kontroly
- činnost technických poradců v oblasti chlazení a čištění průmyslových vod

6.3 Historie společnosti

Společnost byla založena v roce 1992 nejdříve jako fyzická osoba Hoke Vladimír. V roce 1993 společnost nabyla právní formu společnost s ručením omezeným a v roce 1997 byla přetransformována na akciovou společnost.

V průběhu těchto let společnost prošla velkým a dynamickým vývojem v oblasti své činnosti. Její specializací byly zpočátku velké chladicí věže. Firma prováděla jen malé a střední opravy a servis. Postupně přecházela k velkým opravám a celkovým rekonstrukcím, dodávkám pohonů a technologií. Dále byla její specializace rozšířena i na oblast mikrochladičů. V současné době se společnost orientuje i na problematiku suchého chlazení.

6.4 Politika společnosti FANS

Akciová společnost FANS považuje za prvořadý úkol trvalé uspokojování požadavků a potřeb zákazníků, jak konečných uživatelů v oblasti chladicí techniky, tak i jejich partnerů. K tomu přijala zásadu trvalého zlepšování jakosti u svých produktů nejen v oblasti technické, ale rovněž s příznivými výsledky pro zákazníka v oblasti ekonomiky jejich provozování. Akciová společnost FANS aktivně sleduje nové poznatky vědy a výzkumu a snaží se je aplikovat ve svých produktech.

Konečné výsledky akciové společnosti FANS jsou dílem jejich pracovníků, a proto vytváří podmínky spokojeného tvůrčího klimatu, který patří k nezbytným podmínkám rozvoje společnosti a neustálému zvyšování jakosti produkce. Společnost se svým individuálním přístupem ke každému pracovníku a pracovním skupinám snaží zvyšovat kvalifikaci, která je základním kamenem pro zjišťování potřeb svých zákazníků.

Přednostně spolupracuje s prověřenými dodavateli a dbá na to, aby veškeré nakupované materiály, subdodávky a služby odpovídaly přijatým zásadám řízení jakosti. U dodavatelů se snaží zlepšovat systém jakosti každoročním hodnocením.

Společnost FANS přijala systém řízení jakosti, jehož cílem je dosahování vysoké úrovně jakosti a spolehlivosti našich výrobků a služeb. Její požadavek na jakost zahrnuje také zodpovědnost za životní prostředí. Splněním strategického záměru společnosti, stát se v oblasti chladicí techniky významným středoevropským podnikem, bude trvale zvýšena obchodní známka akciové společnosti FANS.

Společnost FANS, a.s. je firma s pozitivním přístupem k životnímu prostředí a bezpečnému pracovnímu prostředí. Je si vědoma zodpovědnosti k zachování životního prostředí pro budoucí generace a k zajištění bezpečného pracovního prostředí. Proto zavedla a neustále zlepšuje systém ochrany životního prostředí podle normy ČSN EN ISO 14001 a systém bezpečnosti a ochrany zdraví při práci ČSN OHSAS 18001. [24]

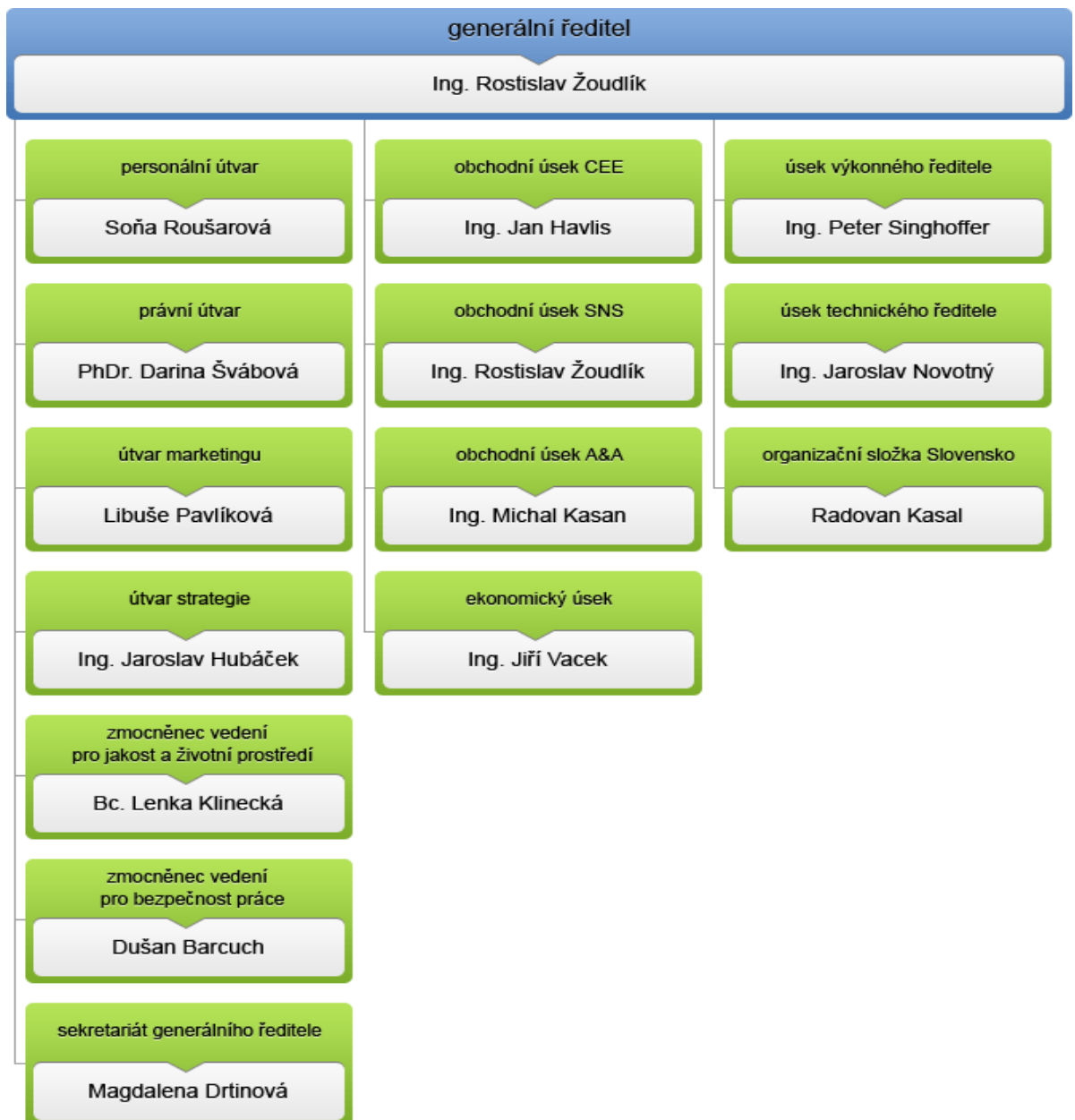
6.5 Organizační struktura a počet zaměstnanců

V následující tabulce (*Tab. 3*) je uveden vývoj počtu zaměstnanců společnosti FANS, a.s. v členění na pracovníky vedení a ostatní pracovníky v letech 2006 až 2009.

Tab. 3 Vývoj počtů zaměstnanců [vlastní]

Rok	Pracovníci ve vedení (V)	Ostatní (O)	Celkem (C)	Poměr V/C	Poměr O/C
2006	8	60,8	68,8	11,63%	88,37%
2007	8	87,12	95,12	8,41%	91,59%
2008	8	111,22	119,22	6,71%	93,29%
2009	6	114,04	120,04	5,00%	95,00%

Na následujícím obrázku je znázorněna organizační struktura společnosti FANS, a.s. platná od 1.10.2010.



Obr. 2 Organizační schéma společnosti [24]

7 VNITŘNÍ A VNĚJŠÍ ANALÝZA

Nyní provedu analýzu silných a slabých stránek společnosti FANS, a.s. a zhodnotím současnou situaci v odvětví, do kterého je společnost zařazena.

7.1 Analýza silných a slabých stránek společnosti

Mezi silné stránky společnosti rozhodně patří konkurenceschopné produkty v oblasti strojního chlazení. Výhodou je též vlastnictví licencí a certifikátů na dodávané produkty, nejen tuzemských, ale i zahraničních (GOST, RTN). Společnost má veliké zkušenosti s vývojem nových produktů, kterému se věnuje již od roku 1995. Od této doby si společnost nechala patentovat již několik komponentů chladicích věží její silnou stránkou je i spolupráce s vysokými školami, konkrétně ČVÚT, v rámci dotačního programu Trvalá prosperita, a také účast v dotačních programech TIP, kde společnost spolupracuje nejen s ČVÚT, ale i s Výzkumným leteckým ústavem Praha. Další silnou stránkou společnosti je rozšíření specializace na oblast mikrochladičů, které jsou v současné době žádány nejen v tuzemsku, ale i v zahraničí, zejména v SNS. K dalším silným stránkám patří také maximální snaha vyjít vstříc představám zákazníka, vysoká technická úroveň zpracovávaných projektů, poradenství v oboru, např. studie intenzifikace chladicích věží, a také záruční a pozáruční servis.

Mezi hlavní slabé stránky společnosti lze zařadit zejména závislost na subdodavatelích, na dodávkách jednotlivých komponentů chladicích věží, které si společnost nezajišťuje vlastní výrobou a závislost na přepravních společnostech při expedici zakázek. Další slabou stránkou je také nedostatek výrobních prostor, které nutí společnost přistupovat ke kooperacím, a také limitní stav kvalifikovaných pracovníků, zejména projektantů a šéfmontérů se znalostmi problematiky chlazení.

Mezi zásadní příležitosti společností rozhodně patří expanze na zahraniční trhy a spolupráce významnými obchodními partnery působícími na zahraničních trzích. Velkou příležitostí jsou kontakty v zemích SNS, které jsou neustále prohlubovány a v současné době také kontakty na indickém trhu díky založení dceřiné společnosti v této zemi. Zásadní je též rostoucí poptávkový trend po chlazení, zejména po suchém chlazení, kterému se společnost také věnuje.

Za hrozbu lze považovat zejména růst konkurence, příp. nová konkurence na trhu. Také cenová válka mezi konkurenty a nedostatek kvalifikovaných pracovních sil v regionu jsou

silnými hrozbami. Společnost ohrožuje též neplnění termínů dodávek od subdodavatelů, a také druhotná platební neschopnost odběratelů, v případě realizace díla pro zákazníka, který je pouze kontraktorem, nikoliv přímo investorem. Mezi hrozby lze zařadit též hospodářskou krizi probíhající v minulém období, kvůli které došlo ke snížení výkonů společnosti z důvodu nedostatku obchodních příležitostí a odkládání stávajících zakázek do příštích období.

Tab. 4 SWOT analýza společnosti [vlastní]

S = strenghts (silné stránky)	W = weaknesses (slabé stránky)
<ul style="list-style-type: none"> • Konkurenceschopné produkty v oblasti strojního chlazení • Licence a certifikáty na produkty • Zkušenosti s vývojem (spolupráce s ČVÚT v Praze, účast v dotačních programech) • Rozšíření specializace na oblast mikrochladičů • Maximální snaha vyjít vstříc představám zákazníka • Vysoká technická úroveň zpracovaných projektů • Poradenství v oboru • Záruční a pozáruční servis 	<ul style="list-style-type: none"> • Závislost na subdodavatelích • Závislost na přepravních společnostech • Nedostatek výrobních prostor • Limitní stav kvalifikovaných pracovníků
O = opportunities (příležitosti)	T = threats (hrozby)
<ul style="list-style-type: none"> • Expanze na zahraniční trhy • Spolupráce s významnými obchodními partnery působícími na zahraničních trzích • Kontakty v rozvíjejících se zemích SNS • Kontakty v Indii • Rostoucí poptávkový trend po chlazení 	<ul style="list-style-type: none"> • Růst konkurence, příp. nová konkurence • Cenová válka • Nedostatek kvalitních pracovních sil • Neplnění termínů dodávek od subdodavatelů • Hospodářská krize – nedostatek obchodních příležitostí, odkládání stávajících zakázek do příštích období

7.2 Analýza odvětví

Společnost FANS, a.s. patří podle klasifikace odvětvových ekonomických činností (OKEČ) do OKEČ 45.21 9 - Výstavba pozemních a inženýrských staveb j. n. Celou tuto skupinu můžeme klasifikovat v sekci F – Stavebnictví.

Od 1.1.2008 byla klasifikace OKEČ nahrazena Klasifikací ekonomických činností (CZ-NACE). Klasifikace CZ-NACE zohledňuje technologický rozvoj a strukturální změny hospodářství za posledních 15 let, je relevantnější s ohledem na hospodářskou realitu a lépe srovnatelná s jinými mezinárodními klasifikacemi. Společnost FANS, a.s. patří podle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) do sekce F - Stavebnictví, přesněji do oddílu 42 – Inženýrské stavitelství, do skupiny 42.9 Výstavba ostatních staveb, resp. do třídy 42.99 - Výstavba ostatních staveb j.n. V této finanční analýze je srovnávána situace ve společnosti FANS, a.s. s výsledky tohoto odvětví, přesněji s oddílem 42 – Inženýrské stavitelství.

7.3 Současná situace v odvětví Stavebnictví

Stavebnictví je v České republice velmi významným odvětvím a na celkové zaměstnanosti se podílí asi 9 %.

Stavebnictví dosáhlo v letech 2006 – 2008 vrcholu z hlediska objemu celkové produkce a také z hlediska tempa růstu, což bylo to způsobeno vysokou poptávkou soukromého (bytová výstavba, průmyslová výstavba, kancelářská a obchodní výstavba) i veřejného (dopravní stavby, vodohospodářské stavby) sektoru. Od roku 2009 se však i v tomto odvětví začal projevovat vliv celosvětové ekonomické krize. Tato krize má za následek pokles stavební poptávky v soukromé i veřejné sféře. Za poslední roky tvořily veřejné zakázky téměř polovinu veškerých stavebních prací. Vývoj ve stavebnictví však v následujících letech ohrožuje nedostatek objemu nových zakázek, což je způsobeno velmi nízkou poptávkou. Tento trend bude i nadále pokračovat, protože postupně budou dokončovány stávající rozpracované zakázky a nové nebudou přibývat. Omezování výstavby se týká nejen veřejných zakázek, ale i soukromé výstavby, zejména bytové. Z této situace též vyplývá prognóza zaměstnanosti, pokles stavebnictví znamená i úbytek pracovních míst, zejména na stavbách.

8 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI POMOCÍ KLASICKÝCH UKAZATELŮ VÝKONNOSTI

V této části provedu zhodnocení společnosti FANS, a.s. pomocí klasických ukazatelů výkonnosti. Tyto ukazatele jsou podrobně popsány v teoretické části v kapitole 2. Zaměřím se na poměrové ukazatele a souhrnné ukazatele. Toto hodnocení výkonnosti zpracuji za roky 2006 – 2009 z dostupných účetních výkazů společnosti FANS a.s. (rozvaha, výkaz zisků a ztrát, výkaz cash flow) a dalších podkladů (splátkové kalendáře, výroční zprávy, zprávy auditora,...).

8.1 Poměrové ukazatele

Mezi poměrové ukazatele řadíme ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity. Na konci této části bude provedena spider analýza, která podává komplexní pohled na všechny čtyři poměrové ukazatele (zadluženost, likvidita, rentabilita, aktivita). Graf spider analýzy zobrazuje kromě křivky ukazatelů analyzovaného podniku také linii odvětví (nebo benchmarku), která je použita jako základna pro výpočet polohy ukazatelů.

8.1.1 Analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Celková zadluženost (*Tab. 5*) je vysoká, společnost je závislá na cizích zdrojích, více než celé odvětví (*Tab. 6*). Míra zadluženosti vysoce převyšuje hodnotu 100%, u společnosti i u odvětví, což signalizuje zvýšené riziko pro banky a akcionáře.

Krytí stálých aktiv vlastním kapitálem je vyšší než jedna, firma tedy dává přednost stabilitě před výnosem. Dlouhodobý majetek dostatečně kryje dlouhodobými zdroji, tzn. že plní zlaté pravidlo financování.

Ukazatel úrokového krytí je v doporučených hodnotách, společnost nemá problémy s vytvářením potřebného zisku pro krytí potencionálních úroků z půjček, což poukazuje na dostatečně vysokou kapacitu k přijmutí dalších bankovních úvěrů. V roce 2009 však došlo k poklesu pod doporučenou hodnotou.

Ukazatel doby splácení dluhu se pohybuje ve velmi širokém rozmezí, v roce 2009 dosahuje cca 16 let, což značí, že ke splacení všech cizích zdrojů by byl zapotřebí šestnáctinásobek ročních provozních CF. To opět ukazuje na značnou zadluženost společnosti.

Tab. 5 Ukazatelé zadluženosti, majetkové a finanční struktury společnosti [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost	83%	76%	80%	73%
Míra zadluženosti	5,48	3,40	4,09	2,87
Dlouhodobé CZ/CZ	0%	7%	5%	4%
Dlouhodobé CZ/ Dlouhodobý kapitál	2%	19%	16%	11%
Krytí stálých aktiv VK	2,12	1,43	1,64	1,88
Krytí stálých aktiv dl. Zdroji	2,16	1,77	1,95	2,12
Ukazatel úrokového krytí (počítáno z EBIT)	19,50	12,09	6,33	4,28
Ukazatel úrokového krytí (počítáno z CF)	14,87	9,28	5,02	4,42
Doba splácení dluhu	10,97	7,97	9,82	16,54

Tab. 6 Ukazatelé zadluženosti, majetkové a finanční struktury odvětví [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost	64%	67%	66%	62%
Míra zadluženosti	1,91	2,12	1,99	1,69
Dlouhodobé CZ/CZ	27%	17%	20%	27%
Dlouhodobé CZ/ Dlouhodobý kapitál	34%	26%	28%	31%
Krytí stálých aktiv VK	1,30	1,31	1,35	1,44
Krytí stálých aktiv dl. Zdroji	1,97	1,78	1,87	2,09
Ukazatel úrokového krytí (počítáno z EBIT)	23,59	8,03	13,70	21,43

8.1.2 Analýza likvidity

Běžná likvidita (Tab. 7) je nižší, než je doporučená hodnota (1,5 – 2,5). Od roku 2007 je pohotová likvidita pod 1, hodně peněz je uloženo v zásobách. Hotovostní likvidita by měla dosahovat hodnot 0,2 – 0,5, toto pravidlo není dodrženo ve všech obdobích. Nízká hotovostní likvidita však není negativním jevem, společnost má sjednaný kontokorentní úvěr pro zajištění okamžité potřeby finančních prostředků.

Při porovnání s odvětvím (Tab. 8) je vidět, že společnost má nižší běžnou a pohotovou likviditu než odvětví, ale rozdíl není nijak velký.

Tab. 7 Ukazatelé likvidity společnosti [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita L3	1,11	1,17	1,15	1,23
Pohotová likvidita L2	1,05	0,83	0,99	0,79
Hotovostní likvidita L1	0,14	0,20	0,15	0,27
ČPK/OA	9,67%	14,30%	13,29%	18,39%
ČPK/A	8,91%	11,88%	11,64%	15,80%
Likvidita z provozního CF	0,09	0,13	0,11	0,06

Tab. 8 Ukazatelé likvidity odvětví [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita L3	1,43	1,33	1,4	1,61
Pohotová likvidita L2	1,26	1,18	1,26	1,47
Hotovostní likvidita L1	0,22	0,24	0,26	0,39

8.1.3 Analýza rentability

Rentabilita tržeb a výnosů (Tab. 9) ukazuje, že podnik je ziskový, hodnoty sice nejsou moc vysoké, ale jsou srovnatelné s odvětvím (Tab. 10). V roce 2009 je evidentní pokles ziskové marže společnosti, což naprosto nekoresponduje s odvětvím, kde se v tomto období zisková marže zvýšila. Rentabilita celkového kapitálu měří výkonnost neboli produkční sílu podniku. Rentabilitou vlastního kapitálu znázorňujeme výnosnost kapitálu vloženého vlastníky. Tato výnosnost by měla být nad dlouhodobým průměrem úročení dlouhodobých vkladů, což je dostatečně. Je odměnou vlastníkům, kteří podstupují riziko. Podnik efektivně využíval cizí kapitál, jelikož byl schopen vložený kapitál zhodnotit více, než kolik činily placené úroky. V tomto ukazateli je podnik nadprůměrný.

Tab.9 Ukazatelé rentability společnosti [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Rentabilita tržeb	5%	5%	4%	2%
Rentabilita výnosů	7%	6%	6%	3%
ROA	10%	12%	10%	4%
Rentabilita úplatného kapitálu	23%	25%	22%	10%
ROE	46%	37%	34%	10%

Tab. 10 Ukazatelé rentability odvětví [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Rentabilita tržeb	4%	4%	4%	5%
Rentabilita výnosů	5%	5%	5%	7%
ROA	8%	8%	8%	9%
Rentabilita úplatného kapitálu	22%	21%	21%	22%
ROE	18%	16%	17%	19%

8.1.4 Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu (multiplikátor)

Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu lze vyjádřit úrokovou redukcí zisku a finanční pákou. Působení finanční páky bude tím vyšší, čím větší bude podíl cizího kapitálu. Naopak zvýšení podílu cizího kapitálu vyvolá zvýšení úroků, které snižují zisk plynoucí investorům. Tím se snižuje i ukazatel úrokové redukce zisku a rentability vlastního kapitálu. Společný vliv obou faktorů se nazývá ziskový účinek finanční páky nebo multiplikátor kapitálu akcionářů.

Tab. 11 Multiplikátor kapitálu [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
EBT/EBIT	0,95	0,92	0,84	0,77
A/VK	6,56	4,46	5,14	3,92
Multiplikátor	6,23	4,09	4,33	3,00

Multiplikátor ukazuje, kolikrát kapitál vlastníku vzrostl, díky použití cizích zdrojů. Jelikož je vyšší než 1, tak zvyšování podílů cizích zdrojů má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.

8.1.5 Analýza aktivity

Obrat aktiv (Tab. 12) je nad doporučenou hodnotou 1, přesto nevykazuje moc dobré výsledky (čím je hodnota vyšší, tím lépe), což může znamenat neefektivní využití majetku. Je však srovnatelný s hodnotami odvětví (Tab. 13).

Doba obratu pohledávek ukazuje, jak odběratelé uhrazují své závazky. Z výsledků je patrné, že platební morálka odběratelů není vůbec dobrá, tento problém je patrný i v analýze odvětví.

Doba obratu závazků vyjadřuje dobu od vzniku závazků do doby jeho úhrady. Měla by dosáhnout alespoň doby obratu pohledávek, kdyby byla nižší, znamenalo by to, že podnik hradí závazky dříve, než dostane zapláceno od odběratelů. Podle výsledků společnost hradí své závazky dříve, stejně jako je tomu v odvětví.

Tab. 12 Ukazatelé aktivity společnosti [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,42	1,76	1,60	1,32
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,48	2,05	1,66	1,65
Doba obratu zásob	12,05	48,47	27,96	83,25
Doba obratu pohledávek z tržeb	192,19	93,09	143,24	99,86
Doba obratu závazků z tržeb	139,58	101,75	116,17	150,76
Obratovost pohledávek	1,87	3,87	2,51	3,61
Obratovost závazků	2,58	3,54	3,10	2,39

Tab. 13 Ukazatelé aktivity odvětví [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,57	1,39	1,43	1,30
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,66	1,62	1,61	1,29
Doba obratu zásob	20,31	22,00	17,14	18,34
Doba obratu pohledávek z tržeb	120,59	136,47	133,88	135,05
Doba obratu závazků z tržeb	113,12	133,82	122,54	117,20
Obratovost pohledávek	2,99	2,64	2,69	2,67
Obratovost závazků	3,18	2,69	2,94	3,07

8.1.6 Další poměrové ukazatele

Z následující tabulky (*Tab. 14*) je patrné, že se postupně snižuje přidaná hodnota na 1 zaměstnance a klesají tržby na 1 zaměstnance: V roce 2009 také došlo ke snížení osobních nákladů vztahených na 1 zaměstnance, ovšem nestále se zvyšuje poměr osobních nákladů na celkových výnosech. Tyto skutečnosti jsou dány růstem počtu zaměstnanců a zavádě-

ním nových technologií. Pokud tyto ukazatele srovnáme odvětvím (Tab. 15), lze vidět, že u odvětví má přidaná hodnota na 1 zaměstnance rostoucí charakter, stejně jako tržby na 1 zaměstnance. Rostoucí trend mají i osobní náklady vztahované na 1 zaměstnance a od roku 2007 i poměr osobních nákladů na celkových výnosech.

Poměry ukazatelů výkonové spotřeby na výnosech a přidané hodnoty na výnosech mají jak ve společnosti, tak v odvětví obdobný vývoj, stejně jako poměr výsledku hospodaření před zdaněním na přidané hodnotě. Pouze u společnosti FANS, a.s. došlo v roce 2009 k výraznému snížení tohoto ukazatele, které bylo způsobeno výrazně nižším výsledkem hospodaření oproti předchozím sledovaným obdobím.

Tab. 14 Další ukazatelé společnosti [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Přidaná hodnota/Počet zaměstnanců	913	755	678	590
Tržby/Počet zaměstnanců	5 214	3 716	3 825	2 442
Osobní náklady/Počet zaměstnanců	449	460	482	450
Výkonová spotřeba/Výnosy	80,42%	78,15%	75,98%	74,55%
Osobní náklady/Výnosy	8,24%	10,58%	12,17%	14,82%
Odpisy/Výnosy	0,43%	0,61%	0,92%	1,20%
Nákladové úroky/Výnosy	0,34%	0,50%	0,97%	0,61%
Přidaná hodnota/Výnosy	16,74%	17,37%	17,11%	19,41%
VH před zd./Přidaná hodnota	38,03%	31,83%	30,36%	10,29%

Tab. 15 Další ukazatelé odvětví [vlastní]

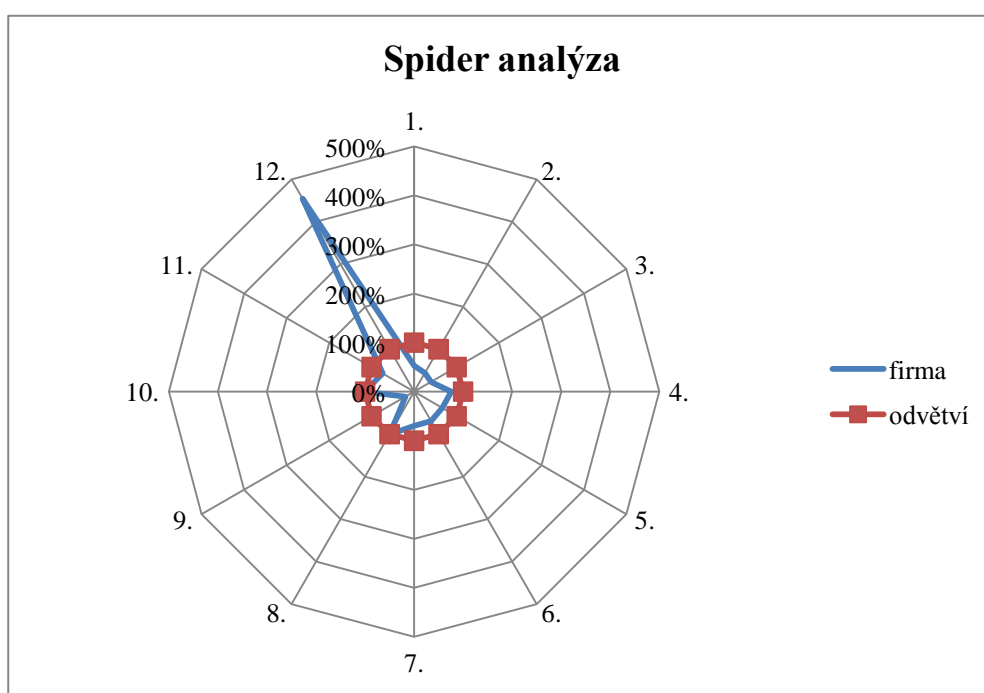
	2006	2007	2008	2009
Přidaná hodnota/Počet zaměstnanců	643	785	790	1046
Tržby/Počet zaměstnanců	3657	4763	4940	5566
Osobní náklady/Počet zaměstnanců	403	464	519	583
Výkonová spotřeba/Výnosy	77,09%	71,76%	74,48%	80,44%
Osobní náklady/Výnosy	10,41%	8,40%	9,36%	10,59%
Odpisy/Výnosy	1,31%	1,35%	1,27%	---
Nákladové úroky/Výnosy	0,21%	0,59%	0,36%	0,34%
Přidaná hodnota/Výnosy	16,60%	14,21%	14,24%	19,01%
VH před zd./Přidaná hodnota	29,22%	29,19%	32,05%	37,03%

8.1.7 Spider analýza

V grafu spider analýzy (Obr. 3) můžeme vidět srovnání situace v odvětví a ve společnosti za rok 2009. Je patrné, že podnik z velké části kopíruje odvětví. Výrazných rozdílů dosahuje zejména obrat zásob, který je ve společnosti až 4x vyšší než u odvětví.

Tab. 16 Spider analýza [vlastní]

rok 2009	firma	odvětví
1. Rentabilita VK	10%	19%
2. Rentabilita aktiv	4%	9%
3. Rentabilita tržeb	2%	5%
4. Běžná likvidita	1,23	1,61
5. Pohotová likvidita	0,79	1,47
6. Hotovostní likvidita	0,27	0,39
7. VK/A	26%	37%
8. Krytí dl. majetku dl. kapitálem	2,12	2,09
9. Úrokové krytí	4,28	21,43
10. Obrat aktiv	1,32	1,30
11. Obrat pohledávek	99,86	135,05
12. Obrat zásob	83,25	18,34



Obr. 3 Graf spider analýza [vlastní]

8.2 Souhrnné ukazatele

V rámci hodnocení výkonnosti společnosti FANS, a.s. pomocí klasických ukazatelů výkonnosti jsem použila souhrnné ukazatele Altmanův model a index IN05.

8.2.1 Z-skóre (Altmanův model)

Dosahované hodnoty tohoto ukazatele spadají do rozmezí, které vyjadřuje, že společnost se nachází v nevyhraněné finanční situaci. Pokles v roce 2009 již může naznačovat jisté finanční problémy.

Tab. 17 Z-skóre společnosti [vlastní]

Altmanovovo Z-skóre	2006	2007	2008	2009
0,717 x ČPK/A	0,06	0,09	0,08	0,11
0,847 x ČZ/A	0,06	0,07	0,06	0,02
3,107 x EBIT/A	0,31	0,38	0,32	0,13
0,420 x VK/Cizí zdroje	0,08	0,12	0,10	0,15
0,998 x T/A	1,41	1,75	1,60	1,32
Z-skóre	1,92	2,42	2,16	1,73

8.2.2 Index IN05

Z tabulky (Tab. 18) je patrné, že společnost má v letech 2006 a 2007 uspokojivou finanční situaci, protože index IN05 se blíží k 1,77. Nicméně stejně ve všech sledovaných letech řadíme podnik do tzv. šedé zóny, a to zejména kvůli nízkým hodnotám nákladových úroků (ukazatel 0,04xEBIT/NÚ). Index IN05 má klesající charakter.

Tab. 18 Index IN05 společnosti [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
0,13 x A/CK	0,155782157	0,170178389	0,163399788	0,177399653
0,04 x EBIT/NÚ	0,780170411	0,483728155	0,253342025	0,171333333
3,97 x EBIT/A	0,395106064	0,491517233	0,406504681	0,170359892
0,21 x V/A	0,311450434	0,431427031	0,348543711	0,34567732
0,09 x 0A/(KZ+KBU)	0,09963681	0,105021891	0,103796654	0,110283461
Index IN05	1,742145876	1,681872699	1,275586859	0,975053659

9 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCÍ EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY

V této kapitole se budu zabývat ekonomickou přidanou hodnotou, která patří mezi moderní ekonomické ukazatele.

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty jsem si vybrala z nabídky moderních ukazatelů zejména pro jeho jednoduchost a pochopitelnost ve srovnání s ostatními moderními ukazateli. Vzhledem k tomu, že před jeho výpočtem musí být upravena účetní data, odráží ukazatel ekonomické přidané hodnoty reálněji ekonomickou situaci společnosti. Tento ukazatel slouží nejenom jako ukazatel výkonnosti, ale lze ho použít i pro investiční rozhodování, příp. ocenění podniku, a na jeho základě je možné vytvořit systém odměňování pro pracovníky společnosti. Z těchto důvodů jsem zvolila právě ukazatel ekonomické přidané hodnoty.

Před samotným výpočtem je nutné upravit účetní data společnosti a vypočítat položky NOA, NOPAT a WACC, které potom dosadím do základního vzorce pro výpočet ekonomické přidané hodnoty $EVA = NOPAT - WACC \times C$. V následující části práce se tedy budu zabývat prováděním potřebných úprav účetních dat, na jejichž základě vypočtu položky NOA, NOPAT a WACC.

9.1 Vymezení kapitálu (C, NOA)

Velikost investovaného kapitálu lze stanovit buď z pasiv (finanční přístup) nebo aktiv rozvahy (majetkový přístup). Já v tomto případě budu vycházet z aktiv a použiji majetkový přístup. V rámci majetkového přístupu upravím hodnotu aktiv pomocí aktivace položek, které nejsou v rozvaze vykazovány, vyčlenění neoperativních aktiv a snížení aktiv o neúročný cizí kapitál.

Aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány

V této části bude provedena aktivace položek, které společnost využívá ke své hlavní činnosti, ale nejsou v rozvaze zachyceny.

Leasing

Společnost FANS, a.s. pořizovala ve sledovaném období na leasing pouze dopravní prostředky, které řadíme do DHM. Do NOA bude provedena aktivace tohoto leasingu

v současné hodnotě leasingových splátek. Pro převod leasingových splátek na současnou hodnotu jsem použila diskontní míru, která byla odhadnuta pomocí alternativního způsobu založeného na tržních datech (viz tabulka *Tab. 28 Náklady na bankovní úvěry – 3. alternativa*). Tato diskontní míra byla odhadnuta pro další období na základě vývoje z minulých let, a to ve výši 6%. Současná hodnota leasingových splátek bude aktivována do dlouhodobého majetku a do závazků.

Tab. 19 Současná hodnota leasingových splátek [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
Aktivace leasingu	7297	6080	4717	3271	1710

Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky

Společnost FANS, a.s. ve sledovaném období nevytvořila náklady, které by měl dlouhodobé účinky.

Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku, goodwill, tiché rezervy (úmyslně vytvořené)

Tyto položky nebyly ve sledovaném období ve společnosti FANS, a.s. zjištěny, proto nebude tato aktivace provedena.

Vyčlenění neoperativních aktiv

V této části je nutné určit aktiva, která jsou nezbytná pro vykonávání hlavní činnosti a k tomu, aby podnik fungoval. Aktiva, která jsou neoperativní, budou z rozvahy vyčleněna.

Krátkodobý finanční majetek

Část tohoto majetku je nutné vyloučit v případě, že dosahuje vyšší částky, než je nutné z provozního hlediska. Jelikož u společnosti FANS, a.s. dosahuje hotovostní likvidita hodnot nižších než 0,5, nebude provádět žádné úpravy a krátkodobý finanční majetek ponecháme v aktivech v plné výši.

Dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek společnosti FANS, a.s. je propojen s její hlavní činností. Jedná se o podíly v dceřiných společnostech „Filial FANS“ Moskva, ZAO „FANS-

VOSTOK“ Moskva a FANS ASIA PRIVATE LIMITED Visakhapatnam. Proto hodnotu DFM od hodnoty aktiv odečítat nebudu.

Nedokončené investice

Protože se jedná o majetek provozně potřebný a nepodílel se na tvorbě současných výsledků hospodaření, je nutné tuto část DNM a DHM od aktiv odečíst.

Tab. 20 Vývoj nedokončených investic [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Nedokončený DNM	-	-	-	-	-
Nedokončený DHM	225	213	-	-	-
Celkem	225	213	-	-	-

Jiná nepotřebná aktiva

V této části lze vyloučit nevyužité pozemky a budovy, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, málo využitelný majetek (nepotřebné zásoby, nedobyté pohledávky,...). Ve společnosti byla všechna aktiva vyhodnocena jako nutná pro operativní činnost.

Neúročený cizí kapitál

Upravená aktiva snížíím o neúročená pasiva. Patří sem zejména krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení, nezaplatněné dlouhodobé závazky.

Tab. 21 Vývoj neúročených cizích zdrojů [vlastní]

V tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Rezervy	-	-	-	-	-
Dlouhodobé závazky	-	-	-	113	264
Krátkodobé závazky	23 069	139 074	99 893	147 155	122 756
Časové rozlišení pasiv	1 169	3 334	2 360	2 830	2 682
Celkem	24 238	142 408	102 253	150 098	125 702

Po provedení výše uvedených úprav je stanovena nová majetková struktura společnosti (Tab. 22). Do dlouhodobého hmotného majetku byl aktivován leasing, byly odečteny nedokončené investice, z oběžného majetku byly vyloučeny neúročené cizí zdroje.

Tab. 22 Vymezení NOA v jednotlivých letech [vlastní]

V tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Dlouh. majetek	22 878	24 010	36 215	36 968	31 735
DNM	31	311	204	260	237
DHM	22752	23 604	35 925	36 320	31 134
DFM	95	95	86	388	364
ČPK	16 610	92 456	67 464	100 860	65 867
Zásoby	5755	12 008	47 587	35 417	67 784
Pohledávky	30438	191 491	91 393	181 449	81 308
Krát. FM	3371	29 536	28 132	32 344	41 245
Časové rozlišení	1284	1 829	2 605	1 748	1 232
(-) Neúročené závazky	24238	142 408	102 253	150 098	125 702
NOA	39 488	116 466	103 679	137 828	97 602

V návaznosti na úpravu majetkové struktury je nutné upravit i kapitálovou strukturu společnosti, která bude mít vliv na stanovení WACC. Upravená kapitálová struktura je uvedena v následující tabulce (Tab. 23), do této nové struktury přibyla položka ekvivalenty VK, která slouží jako vyrovnávací položka, do cizích zdrojů byla zahrnuta aktivovaná hodnota leasingu a byl odečten neúročený cizí kapitál.

Tab. 23 Vymezení C v jednotlivých letech [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál	20 950	38 326	45 146	55 355	56 526
Základní kapitál	10000	10 000	10 000	10 000	10 000
Kapitálové fondy	-2	-2	0	-45	-69
Rezervní fondy	8941	10 952	18 540	26 684	41 166
VH minulých let	0	0	0	0	0
VH úč. období	2236	17 589	16 606	18 752	5 429
Ekvivalenty VK	-225	-213	0	-36	0
Cizí zdroje	18 538	78 140	58 533	82 473	41 076
Bankovní úvěry	11241	72 060	53 816	79 202	39 366
Leasing	7297	6 080	4 717	3 271	1 710
Kapitál celkem	39 488	116 466	103 679	137 828	97 602

9.2 Vymezení NOPAT

Při určování výše NOPAT je nutné dosáhnout symetrie mezi NOA a NOPAT. Při výpočtu NOPAT budu vycházet z výsledku hospodaření z běžné činnosti.

Vyloučení placených úroků

Vyloučím placené úroky, včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách, tak, že je přičtu zpět k výsledku hospodaření.

Tab. 24 Vývoj nákladových úroků [vlastní]

V tis. Kč	2006	2007	2008	2009
Nákladové úroky - úvěry	1 291	2 060	4 602	2 220
Nákladové úroky - leasing	70	100	122	108

Vyloučení položek, které nebudou opakovány

Dále je nutné vyloučit mimořádné položky, které se svou výší nebudou opakovat, např. prodej dlouhodobého majetku, odstupné pro zaměstnance, mimořádné odpisy, atd. Ve společnosti FANS, a.s. nebyly žádné takové položky zjištěny.

Změny vlastního kapitálu

Je nutné započítat i vliv změn vlastního kapitálu, které se projevily při výpočtu NOA (vliv aktivace, opravných položek, tichých rezerv, vyloučení neoperativních aktiv, apod., pokud ovlivnily VH). U společnosti FANS, a.s. nebyla žádná takováto úprava provedena.

Úprava daní

Je nutné zjistit tzv. upravenou daň – tj. daň, která by byla zaplacená z operativního zisku. Dodatečnou daň vypočítáme z rozdílu VH podle platné sazby daně z příjmu právnických osob (rok 2006-2007 24%, rok 2008 21%, rok 2009 20%). NOPAT je vypočítán jako upravený VH před zdaněním snížený o původní i dodatečnou daň.

Tab. 25 Vymezení NOPAT v jednotlivých letech [vlastní]

v tis. Kč	2006	2007	2008	2009
VH z b. č. před zdaněním - původní	23 889	22 852	24 545	7 289
VH z b. č. před zdaněním - po úpravách	25 250	25 012	29 269	9 617
Rozdíl	1 361	2 160	4 724	2 328
Původně zaplacená daň	6 300	6 246	5 793	1 860
Dodatečně vypočtená daň	327	518	992	466
NOPAT	18 623	18 248	22 484	7 291

9.3 Výpočet WACC

V této části práce se budu zabývat výpočtem vážených průměrných nákladů na kapitál a přiřadím k jednotlivým druhům kapitálu související náklady.

9.3.1 Náklady na cizí kapitál

Bankovní úvěr

Určení nákladů na bankovní úvěr provedu ve 3 variantách stanovení výše úroků z bankovních úvěrů: odvození od úrokové sazby PRIBOR, využití vztahu NÚ/BÚ a alternativní způsob založený na tržních datech.

Společnost využívá úvěrové financování především na financování jednotlivých zakázek. Na toto financování je bankou poskytována úroková sazba odvozená od úrokové sazby PRIBOR 1M, ke které jsem stanovila rizikovou přírážku ve výši 1% s ohledem na rizikovost jednotlivých zakázek.

Tab. 26 Náklady na bankovní úvěry – 1. alternativa [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
PRIBOR	2,22%	2,96%	3,81%	1,93%
Riziková přírážka	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Nominální úrokové sazby z úvěru	3,22%	3,96%	4,81%	2,93%

Pro stanovení úrokové sazby úvěru lze využít i vztah nákladových úroků a průměrného stavu BÚ. Průměrný stav BÚ jsem vypočetla jako stav BÚ na začátku účetního období + stav BÚ na konci účetního období / 2.

Tab. 27 Náklady na bankovní úvěry – 2. alternativa[vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Stav BÚ na konci roku	72 060	53 816	79 202	39 366
Průměrný stav BÚ	41 651	62 938	66 509	59 284
Nákladové úroky	1 291	2 060	4 602	2 220
Úroková sazba úvěru - stav BÚ na konci roku	1,79%	3,83%	5,81%	5,64%
Úroková sazba úvěru - průměrný stav BÚ	3,10%	3,27%	6,92%	3,74%

Další možností je i použití způsobu založeného na tržních datech, vycházející z bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky. Jako bezriziková úroková míra je nejčastěji stanoven výnos 10letých státních dluhopisů, který zjistím z údajů MPO⁴. Rizikovou přírážku jsem stanovila podle ratingu společnosti na základě výsledků ukazatele úrokového krytí dle Damodarana [23].

Tab. 28 Náklady na bankovní úvěry – 3. alternativa[vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Bezriziková úroková míra	3,78%	4,28%	4,55%	4,67%
EBIT/NÚ	19,5	12,1	6,3	4,3
Rating	AAA	AA	A	BBB
Riziková přírážka	1,25%	1,75%	2,50%	1,60%
Odhadnutá úroková sazba BÚ	5,03%	6,03%	7,05%	6,27%

V své práci budu pro výpočet průměrných nákladů na cizí kapitál používat úrokovou sazbu vypočtenou prvním způsobem, na základě úrokové sazby PRIBOR. Při výpočtu nákladů na bankovní úvěr musím uvažovat i s působením daňového štítu, pro roky 2006 a 2007 byla

⁴ www.mpo.cz

použita sazba daně z příjmů ve výši 24%, v roce 2008 činila tato sazba 21% a v roce 2009 byla tato sazba 20%.

Tab. 29 Náklady na bankovní úvěr [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Odhadnutá úroková sazba z úvěru	3,22%	3,96%	4,81%	2,93%
Náklady na bankovní úvěr	2,45%	3,01%	3,80%	2,34%

Leasing

Vzhledem k tomu, že má společnost FANS, a.s. uzavřeno mnoho leasingových smluv, byly náklady na leasing stanoveny pomocí způsobu založeném na tržních datech, který byl počítán jako třetí varianta v případě výpočtu nákladů na bankovní úvěry. I v tomto případě byly náklady na leasing sníženy o působení daňového štítu.

Tab. 30 Odhadnutá úroková sazba leasingu [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Odhadnutá úroková sazba leasingu	5,03%	6,03%	7,05%	6,27%
Náklady na leasing	3,82%	4,58%	5,57%	5,02%

Všechny vypočtené údaje jsem uspořádala do následující tabulky (*Tab. 31*) a stanovila jsem průměrné náklady cizího kapitálu N_{CK} .

Tab. 31 Průměrné náklady dluhu [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Bankovní úvěry v tis. Kč (počátek roku)	11 241	72 060	53 816	79 202
Leasing v tis. Kč (počátek roku)	1 392	1 655	1 728	1 729
Náklady na bankovní úvěry	2,45%	3,01%	3,80%	2,34%
Náklady na leasing	3,82%	4,58%	5,57%	5,02%
Průměrné náklady dluhu (N_{CK})	2,60%	3,04%	3,85%	2,40%

9.3.2 Náklady na vlastní kapitál

V této části práce budu počítat náklady na vlastní kapitál. K výpočtu těchto nákladů lze využít více metod, některé z nich byly popsány v teoretické části v kapitole 4.1.3. Já použiji model oceňování kapitálových aktiv CAPM s náhradními odhady β , odvození od průměrné rentability v odvětví, odvození nákladů na vlastní kapitál od nákladů na cizí kapitál a stavebnicový model.

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) s náhradními odhady β

Vzhledem k tomu, že společnost FANS, a.s. není obchodován na kapitálovém trhu, použiji model CAPM s náhradními odhady β . Bezriziková úroková míra byla použita již při výpočtu nákladů na bankovní úvěry vycházející z tržních dat, vychází z údajů MPO. Odhad koeficientu β jsem provedla pomocí metody analogie, kdy bylo použito β podobných podniků, a upravila jsem ho o vliv kapitálové struktury. Jako základní bylo použito β ve výši 0,57 pro nezadlužený podnik, které jsem zjistila z údajů Damodarana. Riziková prémie byla také odhadnuta dle Damodarana v jednotlivých sledovaných letech. [23]

Tab. 32 Výpočet nákladů na kapitál pomocí CAPM [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
r_f	3,78%	4,28%	4,55%	4,67%
β - nezadlužená	0,57	0,57	0,57	0,57
β - zadlužená	2,07	1,44	1,69	1,88
Riziková prémie	5,96%	5,84%	7,10%	5,85%
r_e	16,09%	12,66%	16,57%	15,67%

Průměrná rentabilita v odvětví

Další z možností, jak lze určit náklady na vlastní kapitál, je z údajů o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Tyto data lze získat z údajů MPO⁵.

⁵ www.mpo.cz

Tab. 33 Odvození nákladů na VK pomocí průměrné rentability VK [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Rentabilita v odvětví	17,86%	16,42%	16,97%	19,39%

Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

V tomto modelu vycházím ze skutečnosti, že náklady na vlastní kapitál bývají vždy větší než náklady na cizí kapitál. Tudíž lze náklady na vlastní kapitál spočítat jako náklady na cizí kapitál + riziková přírážka. Výše této přírážky je obvykle 2-3%. Ve společnosti FANS, a.s. jsem počítala s přírážkou 3%.

Tab. 34 Odvození nákladů VK z nákladů CK [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
Odhadnutá úroková sazba BÚ	3,22%	3,96%	4,81%	2,93%
Přirážka	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
r_e	6,22%	6,96%	7,81%	5,93%

Dividendový model

Protože společnost FANS, a.s. není veřejně obchodovaná na kapitálovém trhu, tudíž neznám její tržní hodnotu, tak tuto metodu nelze použít.

Stavebnicový model

Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál pomocí tohoto modelu jsem postupovala pomocí metodiky Inky a Ivana Neumaierových. Jejich stavebnicový model je využíván pro stanovení nákladů na kapitál i Ministerstvem průmyslu a obchodu.

Jednotlivé přírážky jsem stanovila takto:

bezriziková sazba r_f - byla použita již při výpočtu nákladů na bankovní úvěry vycházející z tržních dat, vychází z údajů MPO

r_{podnik} – rizikovou přírážku za obchodní riziko jsem určila dle podmínky:

$$\frac{EBIT}{A} > \frac{VK+BU+O}{A} \times \frac{U}{BU+O} \Rightarrow r_{podnik} = 0,00\% \quad (48)$$

r_{LA} – rizikovou přírážku za nižší likvidnost akcie jsem určila dle vztahu:

$$\text{Úplatné zdroje} < 100 \text{ mil.} \Rightarrow r_{LA} = 5,00\% \quad (49)$$

V případě, že tato podmínka nebyla splněna, vypočetla jsem tuto přírážku dle vztahu:

$$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - \text{úplatné zdroje})^2 / 168,2 \quad (50)$$

$r_{FinStab}$ – rizikovou přírážku za finanční stabilitu jsem stanovila na základě porovnání celkové likvidity průmyslu a společnosti FANS, a.s.

r_{FinStr} – rizikovou přírážku za finanční strukturu jsem určila vztahem:

$$r_{FinStr} = r_e - WACC \quad (51)$$

$$WACC = r_f + r_{podnik} + r_{LA} + r_{FinStab} \quad (52)$$

$$r_e = \frac{WACC \times \frac{UZ}{A} - (1-d) \times \frac{U}{BU+O} \times \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}} \quad (53)$$

Tab. 35 Výpočet nákladů na kapitál pomocí stovebnicové metody MPO ČR [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
bezriziková sazba r_f	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%
r_{podnik}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
r_{LA}	2,14%	5,00%	1,63%	5,00%
$r_{FinStab}$	0,32%	0,04%	0,03%	0,23%
WACC	6,22%	9,32%	6,21%	9,90%
r_{FinStr}	9,00%	7,47%	2,14%	3,60%
r_e	15,22%	16,79%	8,35%	13,50%

Výsledky získané ze všech výše uvedených metod na zjištění nákladů na vlastní kapitál jsou uvedeny v následující tabulce (Tab. 36), kde jsem vypočetla průměrnou hodnotu nákladů na vlastní kapitál s váhou 1 u každé metody.

Tab. 36 Přehled nákladů na vlastní kapitál dle různých přístupů [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
CAMP	16,09%	12,66%	16,57%	15,67%
Rentabilita v odvětví	17,86%	16,42%	16,97%	19,39%
Odvození od nákladů CK	5,60%	5,77%	9,42%	5,93%
Stavebnicový model	15,22%	16,79%	8,35%	13,50%
Průměrná hodnota nákladů na VK (váha 1 u každé metody)	13,69%	12,91%	12,83%	13,62%

9.3.3 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)

V této části již stanovím vážené průměrné náklady na kapitál. Průměrné náklady celkového kapitálu jsou definovány jako vážený aritmetický průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, tj. na cizí a vlastní kapitál. Vahou v tomto průměru je podíl příslušného kapitálu na celkovém podnikovém kapitálu. Pro určení nákladů na vlastní kapitál použiji hodnoty zjištěné dle metody CAPM s náhradními odhady β . Při výpočtu používám strukturu kapitálu k počátku roku, neboť výpočet samotné EVA také vychází ze stavu kapitálu k počátku roku.

Tab. 37 Výpočet WACC [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
N_{ck}	2,60%	3,04%	3,85%	2,40%
N_{vk}	16,09%	12,66%	16,57%	15,67%
CK / C (počátek roku)	46,95%	67,09%	56,46%	59,84%
VK / C (počátek roku)	53,05%	32,91%	43,54%	40,16%
WACC	9,76%	6,21%	9,39%	7,73%

Jak je patrné z tabulky (Tab. 37), ve společnosti FANS, a.s. mají vážené průměrné náklady na kapitál nerovnoměrný vývoj. Společnost využívá k financování především levnější cizí kapitál, nejvyššího podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu dosáhla společnost v roce 2007.

9.4 Výpočet EVA

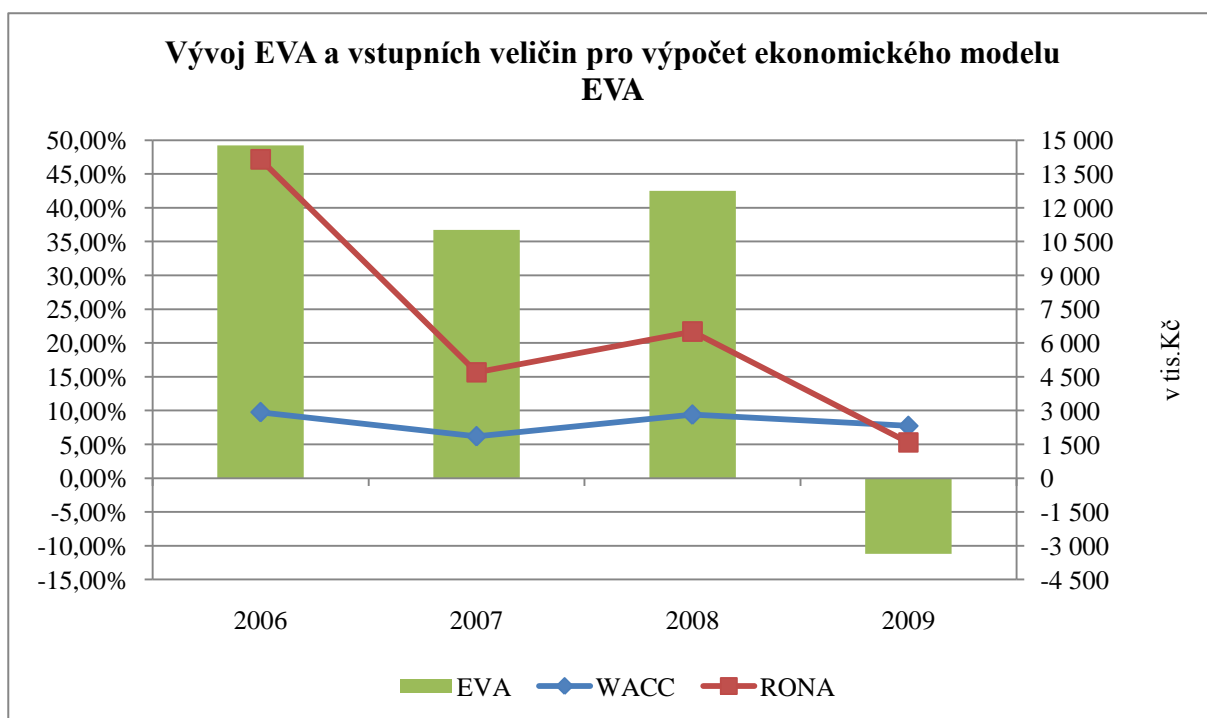
V předchozích částech své práce jsem stanovila všechny potřebné položky pro výpočet ukazatele ekonomické přidané hodnoty (NOA, NOPAT, WACC).

V následující tabulce (Tab. 38) jsou uvedeny vypočtené hodnoty EVA dle ekonomického modelu. Pro tento výpočet byl použit vztah $EVA = NOPAT - WACC \times C$.

Tab. 38 Výpočet EVA podle ekonomického modelu [vlastní]

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
NOA (počátek roku)	39 488	116 466	103 679	137 828
NOPAT	18 623	18 248	22 484	7 291
WACC	9,76%	6,21%	9,39%	7,73%
EVA	14 771	11 016	12 754	-3 362

V následujícím grafu (Obr. 4) je znázorněn vývoj ukazatele EVA vypočteného dle ekonomického modelu a vstupních veličin pro výpočet ukazatele EVA.



Obr. 4 Graf vývoje EVA a vstupních veličin pro výpočet EVA pomocí ekonomického modelu [vlastní]

Vývoj ukazatele EVA lze hodnotit pozitivně, podnik dosahuje v prvních třech sledovaných letech kladných hodnot, společnost tedy tvořila hodnotu pro své vlastníky. Ve čtvrtém roce se ukazatel EVA snížil do záporných hodnot, což bylo způsobeno především nárůstem NOA a rapidním snížení NOPAT. Tato situace byla z části zapříčiněna i nástupem ekonomické krize, kdy byla řada zakázek pozastavena a zůstala ve stavu rozpracovanosti, tudíž zvýšila NOA a z nedostatku tržeb došlo ke snížení NOPAT.

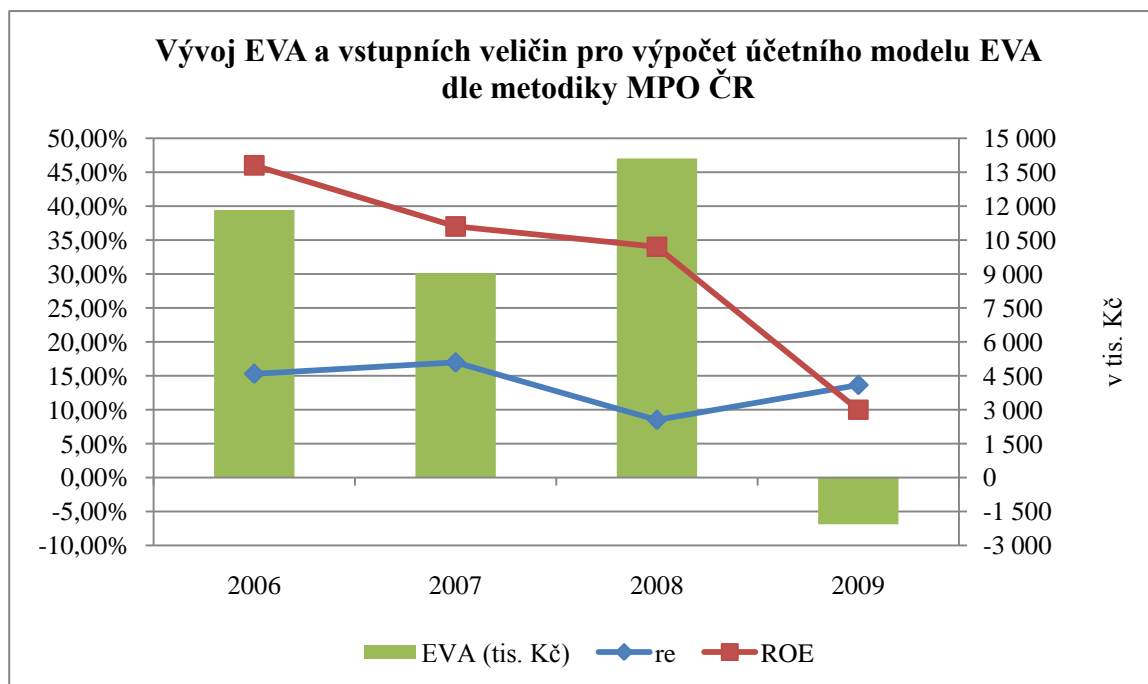
Pro porovnání postupu výpočet ukazatele EVA pomocí ekonomického a účetního modelu je v následující tabulce uveden výpočet ukazatele EVA založený na účetním modelu dle vztahu $EVA = \check{C}Z - r_e \times VK$. Tabulka (Tab. 42) vychází z modifikace tohoto vztahu v podobě $EVA = (ROE - r_e) \times VK$.

Tento model je využíván především v případech, kdy nemáme k dispozici dostatek informací pro vyjádření tohoto ukazatele pomocí ekonomického modelu. Tento model také používá Ministerstvo průmyslu a obchodu, proto lze provádět srovnání výsledků podniků s odvětvím.

Tab. 39 Výpočet EVA podle účetního modelu [vlastní]

	2006	2007	2008	2009
r_e^6 - stavebnicový model	15,30%	16,96%	8,52%	13,65%
ROE	46%	37%	34%	10%
spread (ROE - r_e)	31%	20%	25%	-4%
VK (tis. Kč)	38 539	45 146	55 355	56 526
EVA (tis. Kč)	11 832	9 047	14 104	-2 062

⁶ Hodnoty r_e jsou stanoveny na základě neupravených účetních dat, liší se proto od hodnot v tabulce (Tab. 38)



Obr. 5 Graf vývoje EVA a vstupních veličin pro výpočet EVA pomocí účetního modelu [vlastní]

V prvních třech sledovaných letech je hodnota EVA vypočtená pomocí účetního modelu kladná, tzn. že společnost svou činností zvyšovala hodnotu vložených prostředků, v roce 2008 došlo k výraznějšímu zvýšení ekonomické přidané hodnoty. Ve čtvrtém roce dosáhl ukazatel EVA záporných hodnot, obdobně jako u výpočtu EVA pomocí ekonomického modelu.

Na první pohled je patrné, že výsledky ukazatele EVA vypočtené podle ekonomického a účetního modelu jsou rozdílné. Zejména v posledních dvou sledovaných letech vykazuje ukazatel EVA vypočítaný ekonomickým modelem nižší hodnoty než v případě účetního modelu.

9.5 Identifikace generátorů hodnoty

Pro identifikaci generátorů hodnoty použijí pyramidový rozklad a citlivostní analýzu, oba tyto způsoby byly popsány teoretické části této práce v kapitole 4.2.

9.5.1 Pyramidový rozklad EVA

V příloze P III je zobrazen pyramidový rozklad společnosti FANS a.s. Vliv jednotlivých generátorů hodnoty na vrcholový ukazatel EVA je znázorněn absolutní hodnotou, která vyjadřuje, o kolik se hodnota EVA zvýšila, příp. snížila.

Pyramidový rozklad začíná vrcholovým ukazatelem EVA, kde sleduji jeho roční změnu a rozdíl mezi roky 2008 a 2009. Rozkladem chci zjistit, co způsobilo snížení ukazatele EVA v roce 2009. Základními prvky, které ovlivňují ukazatel EVA, jsou tzv. spread (RONA-WACC) a investovaný kapitál. V našem podniku došlo k výraznému snížení spreadu a tím byl negativně ovlivněn ukazatel EVA. Růst investovaného kapitálu v souvislosti s poklesem hodnoty spreadu má negativní vliv na hodnotu EVA.

Spread tvoří rentabilita investovaného kapitálu (RONA), jenž má klesající charakter, což působí negativně na tvorbu hodnoty, a náklady na investovaný kapitál (WACC), které jsou také klesající. Klesající náklady na investovaný kapitál (WACC) působí na EVA pozitivně, ale převažuje negativní vliv klesající rentability investované kapitálu. Tato kombinace tedy má na hodnotu EVA negativní vliv.

RONA ovlivňuje zisková marže (NOPAT/Tržby) a obratovost investovaného kapitálu (Tržby/C). V našem případě se snížila zisková marže i obratovost investovaného kapitálu a oba tyto faktory tímto negativně ovlivnily hodnotu EVA. Ačkoliv došlo ke zvýšení přidané hodnoty na tržbách, což má pozitivní vliv na hodnotu EVA, současně došlo ke zvýšení osobních nákladů a odpisů na tržbách a toto zvýšení bylo důvodem poklesu ziskové marže. Zvýšené osobní náklady jsou způsobeny zvýšením počtu zaměstnanců a odpisy narostly, protože podnik investoval do dlouhodobého majetku. Tyto fakta jsou důležitá pro rozvoj podniku a jeho konkurenceschopnost, přesto jsou negativním vlivem pro tvorbu hodnoty.

Ukazatel RONA ovlivňuje také obratovost aktiv. Je potřeba, aby se aktiva obrátila za co nejkratší dobu. Nárůst ČPK a dlouhodobého majetku působí na hodnotu EVA pozitivně, negativně působí snížení časového rozlišení. Dlouhodobý majetek byl ovlivněn nárůstem hmotného, nehmotného i finančního majetku. U čistého pracovního kapitálu došlo k nárůstu pohledávek a krátkodobého finančního majetku, což ovlivňují pozitivně výši EVA. Naopak pokles zásob a nárůst krátkodobých zdrojů je negativním vlivem. Růst investovaného kapitálu je pozitivním vlivem na hodnotu EVA, ovšem pokles tržeb negativním a tato kombinace vedla ke snížení obratovosti aktiv, tzn., že působí na hodnotu EVA negativně.

Na druhé straně rozkladu stojí vážené průměrné náklady na kapitál (WACC). Pozitivním vlivem byl pokles nákladů na vlastní kapitál i na cizí kapitál. Pozitivním vlivem bylo i snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Tyto skutečnosti měly výrazný vliv na WACC, které svým poklesem pozitivně ovlivnily hodnotu ukazatele EVA.

9.5.2 Citlivostní analýza

V této části jsem provedla citlivostní analýzu, v rámci které jsem analyzovala všechny faktory, které byly identifikovány v předcházejícím pyramidovém rozkladu. Předmětem této analýzy bylo vyjádřit, jak by se změnila hodnota ukazatele EVA v roce 2009, pokud by se hodnota faktoru, který EVA ovlivňuje, změnila o 10%.

Tab. 40 Citlivostní analýza společnosti [vlastní]

v tis. Kč	Původní hodnota ukazatele	Změna hodnoty o 10%	Původní EVA	Nová EVA	Změna EVA
DHM	36 320	39 952	-3 362	-3 536	-174
DNM	260	286	-3 362	-3 350	12
Zásoby	35 417	38 959	-3 362	-3 531	-169
Pohledávky	181 449	199 594	-3 362	-4 198	-836
Krátkodobý FM	32 344	35 578	-3 362	-3 516	-154
Krátkodobý CZ	150 098	165 108	-3 362	-2 455	907
PH/Tržby	24,15%	26,57%	-3 362	3 731	7 093
Osobní Ná/Tržby	18,45%	20,30%	-3 362	-8 785	-5 423
Odpisy/Tržby	1,50%	1,65%	-3 362	-3 795	-433
Ost. Vý - Ná/Tržby	-1,72%	-1,55%	-3 362	-2 850	512
Tržby	293 132	322 445	-3 362	-2 618	744
Bezriziková sazba	4,67%	5,14%	-3 362	-3 607	-245
Náklady na VK	15,67%	17,24%	-3 362	-4 217	-855
Náklady na CK	2,40%	2,64%	-3 362	-3 545	-183
Beta koeficient	1,88	2,07	-3 362	-3 963	-601
Riziková přírážka	5,85%	6,44%	-3 362	-3 961	-599
WACC	7,73%	8,50%	-3 362	-4 410	-1 048
VK/Úplatné zdroje	0,402	0,442	-3 362	-4 219	-857
Investovaný kapitál	137 828	151 611	-3 362	-3 682	-320
RONA	5,29%	5,82%	-3 362	-2 631	731

Z tabulky (*Tab. 43*) je patrné, že hodnota EVA byla nejvíce citlivá na změnu přidané hodnoty k tržbám (změna hodnoty o + 7 093 tis. Kč). Dalšími významnými faktory, které ovlivňují výši hodnoty EVA, jsou podíl osobních nákladů na tržbách (změna hodnoty o – 5 423 tis. Kč) a WACC (změna hodnoty o – 1 048 tis. Kč). Za významné faktory lze považovat i změnu pohledávek a krátkodobých cizích zdrojů, a také vliv nákladů na vlastní kapitál.

10 IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA DO SPOLEČNOSTI FANS, A.S.

V předchozích částech své práce jsem provedla zhodnocení společnosti FANS, a.s. pomocí vybraných klasických ukazatelů výkonnosti a také pomocí moderního ukazatele ekonomické přidané hodnoty. V této části navážu na tato zhodnocení návrhem implementace moderního konceptu hodnocení výkonnosti do řízení společnosti.

Vzhledem k tomu, že společnost není veřejně obchodovaná na kapitálovém trhu, nelze využít žádný z moderních ukazatelů založených na tržní hodnotě, např. tržní přidanou hodnotu (MVA), Total Shareholder Return (TSR) nebo Excess Return (ER). V podmínkách společnosti by bylo možné použít ukazatel CFROI, výpočet tohoto ukazatele je ale poměrně náročný na úpravy a výpočet. Z těchto důvodů se jako nejvhodnější jeví implementace ekonomické přidané hodnoty (EVA) jako ukazatele výkonnosti.

Pomocí ukazatele EVA společnost může řídit svou výkonnost a účinně sledovat vývoj vytvářené hodnoty pro vlastníky. Společnost může koncept EVA využívat nejen jako měřítko výkonnosti, ale i jako nástroj pro zjištění generátorů hodnoty ekonomické přidané hodnoty a také jako systém odměňování. Koncept EVA by měl být implementován jako nástroj pro řízení společnosti.

10.1 Zhodnocení současného stavu hodnocení výkonnosti

V současné době společnost FANS, a.s. využívá k hodnocení výkonnosti klasické ukazatele, především poměrové ukazatele finanční analýzy. Tyto ukazatele však vycházejí pouze z účetních dat společnosti a tudíž neodrážejí plnou ekonomickou realitu společnosti. V rámci těchto ukazatelů není vyhodnocováno riziko ani oportunitní náklady, tj. náklady obětované příležitosti. Tyto ukazatele nejsou zaměřeny na tvorbu hodnoty, ale pouze na ekonomické hospodaření společnosti.

10.2 Analýza připravenosti na změnu

Implementace nového ukazatele výkonnosti přinese do společnosti mnoho změn, které zasáhnou všechny části společnosti. V této části vyhodnotím připravenost jednotlivých důležitých oblastí společnosti na připravované změny v souvislosti se zavedením konceptu ekonomické přidané hodnoty.

Majitel společnosti

Veškeré akcie společnosti vlastní generální ředitel, který je současně i předsedou představenstva. Majitel společnosti souhlasí s implementací konceptu EVA a je připraven na případné změny, které s sebou tato implementace přinese.

Vedení společnosti

Vedení společnosti v čele s generálním ředitelem je informováno o implementaci nového konceptu hodnocení výkonnosti a plně ji podporuje, což může implementaci značně zjednodušit.

Zaměstnanci společnosti

Všichni zaměstnanci, kteří se budou podílet na implementaci konceptu EVA, jsou se záměrem seznámeni. V průběhu implementace budou všichni pracovníci zaškoleni v rámci prvotního školení a poté bude ekonomické povědomí těchto zaměstnanců zvyšováno průběžným doškolením.

Odbory výroby a řízení jakosti

Společnost FANS, a.s. je výrobní společností a výroba tudíž nejvíce ovlivňuje tvorbu hodnoty EVA. Proto v rámci implementace konceptu EVA budu v rámci těchto odborů probíhat změny, zejména co se týká organizační struktury a organizace práce. Bude navrženo, aby vedoucí pracovníci těchto odborů byli odměňováni na základě hodnoty společnosti. Všichni zaměstnanci těchto odborů jsou o změnách průběžně informováni a budou detailně proškoleni v rámci procesu implementace.

Hodnocení a odměňování zaměstnanců

V oblasti odměňování zaměstnanců dojde vlivem zavedení konceptu EVA k výrazné změně. V současné době jsou zaměstnanci odměňováni tarifními platy dle odpracovaných hodin, mají stanovené určitou částkou osobní ohodnocení a na základě vyhodnocení výsledků jejich práce mohou být navíc ohodnoceni výkonnostním ohodnocením ve výši maximálně 10% ze stálého platu. Vedoucí pracovníci jsou navíc odměňováni prémiei souvisejícími s hospodářskými výsledky jednotlivých zakázek. Navíc jsou všichni pracovníci 2x ročně odměněni mimořádnou částkou, tzv. zainteresovaností na výkonech společnosti, která je

vyplácena po dosažení určité výše výkonů vykázanych v účetnictví. V rámci procesu implementace EVA do řízení společnosti bude zaveden nový systém odměňování a vedoucí pracovníci budou odměňováni v návaznosti na zvyšování hodnoty podniku. Na tuto změnu bude nutné všechny dotčené pracovníky dobře připravit a seznámit je s podstatou konceptu EVA je jeho vlivu na řízení hodnoty společnosti.

10.3 Implementace EVA

Při návrhu implementace budu vycházet z postupu popsaného v teoretické části dle kroků, které doporučují Young a O'Byrne. Využiji také Sternovy 4M ze 6M, které byly uvedeny v této teoretické části. Poslední 2M, Market communications a Managing strategic planning, se vztahují na podniky, které již mají zavedený koncept EVA, proto nebudou tyto 2M součástí mé implementace konceptu EVA ve společnosti FANS, a.s.

10.3.1 Rozhodnutí na úrovni top managementu o implementaci konceptu EVA

Rozhodnout o zavedení nového konceptu hodnocení výkonnosti je nutné na úrovni nejvyššího vedení společnosti. Je nutné, aby se členové vedení seznámili s podstatou konceptu EVA a byli si vědomi všech změn a okolností, které budou implementaci tohoto konceptu provázet. V případě, že se vedení společnosti rozhodne implementovat koncept EVA do řízení společnosti, je vhodné stanovit řídicí skupinu sestavenou z členů vedení podniku, jejímž úkolem bude přijmout zásadní rozhodnutí týkající se implementace, zejména o způsobu a struktuře programu zavedení konceptu EVA.

Tato řídicí skupina by měla být sestavena zejména z výkonného ředitele, technického ředitele, ekonomického ředitele a obchodních ředitelů. Členové řídicí skupiny si mezi sebou zvolí vedoucího skupiny. Tato skupina 6 členů nejvyššího vedení bude odpovídat za celý proces implementace konceptu EVA a za jeho úspěšné dokončení. Řídicí skupina bude rozhodovat o jednotlivých krocích implementace, zejména o plánu implementace, stanovení úprav účetních dat potřebných k výpočtu ukazatele EVA a o způsobu měření tohoto ukazatele, o zavedení systému odměňování založeném na konceptu EVA a také o potřebných školeních zaměstnanců společnosti, které budou potřebné v součinnosti s implementací konceptu EVA. Členové této řídicí skupiny by měli být podrobně proškoleni v oblasti řízení hodnoty společnosti a konkrétně konceptu EVA, aby její rozhodování bylo účelné a efektivní. V případě potřeby je možné do řídicí skupiny zařadit i externího člena, který má teoretické i praktické zkušenosti s tímto konceptem. Pokud se takový pra-

covník nebude nacházet ve společnosti, je možné kontaktovat některou z externích poradenských firem, které se zabývají implementací hodnotových systémů řízení, a do řídicí skupiny zařadit pracovníka této poradenské firmy.

10.3.2 Strategická rozhodnutí týkající se implementace konceptu EVA

V dalším kroku musí ustanovená řídicí skupina provést řadu strategických rozhodnutí nutných k úspěšné implementaci konceptu EVA. V rámci této části budou zavedena 4M – Measurement, Management, Mindset, Motivation.

Measurement

V tomto kroku je nutné stanovit způsob měření ukazatele EVA, je nutné zaměřit se na několik základních problémů.

Jak se bude ekonomická přidaná hodnota počítat?

Společnosti doporučuji, aby vycházela z ukazatele EVA vypočítaného ekonomickým modelem, neboť toto vyjádření lépe odpovídá ekonomické realitě než účetní model. V případě ekonomického modelu se vychází z účetních dat, která jsou upravena pro potřeby ekonomického modelu. Každá společnost si musí stanovit takové úpravy položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty, aby pro ni byly relevantní.

Jaké úpravy účetních dat bude nutné provést?

Doporučuji provádět minimálně ty účetní úpravy, které jsem nastínila v kapitole 9.1 a 9.2. Maximální počet úprav si společnost může stanovit, jak uzná za vhodné. Čím více bude prováděno úprav, tím bude konečný výsledek ukazatele EVA přesnější, ovšem je nutné zvážit i náročnost těchto úprav a následně i výpočtu.

Při vymezení čistých operativní aktiv (NOA) bych doporučovala použít majtkový přístup, mezi základní doporučované úpravy bych zařadila zejména aktivaci leasingu v současné hodnotě leasingových splátek, vyloučila nedokončené investice a odečetla neúročené cizí zdroje. Z dalších úprav, které sice nebyly v rámci vymezení NOA u společnosti FANS, a.s. využity, lze využít aktivaci nákladů s dlouhodobými účinky, vyloučení krátkodobého neoperativního finančního majetku, vyloučení dlouhodobého finančního majetku, který má

portfoliový charakter, příp. vyloučení ostatních dlouhodobých aktiv, které nemají operativní charakter.

Při vymezení čistého operativního zisku po zdanění (NOPAT) doporučuji vycházet z hospodářského výsledku z běžné činnosti, protože nezahrnuje mimořádné náklady a výnosy zachycené v účetnictví. Mezi úpravy, které bych v této části doporučila, je vyloučení placených úroků, vyloučení položek, které se svou povahou nebudou opakovat a započítání vlivu změn vlastního kapitálu. Při výpočtu NOPAT je také nutné upravit daň z příjmů.

Jak budou kalkulovány náklady na kapitál?

Stanovení nákladů na cizí kapitál nebude pro společnost náročné, neboť zná úrokové sazby svých úvěrů. U stanovení nákladů na leasing lze využít metodu založenou na tržních datech, jak bylo počítáno v kapitole 9.3.1. U obou druhů cizího kapitálu je však nutné zohlednit daňový štít. Náklady na vlastní kapitál doporučuji stanovit pomocí metody CAPM s náhradními odhady β . Tato metoda zohledňuje riziko státu, odvětví i finanční strukturu podniku. Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál může společnost použít i stavebnicovou metodu, její výhodou je, že kromě systematického rizika zahrnuje i nesystematické.

Na jaké úrovni bude hodnota EVA měřena?

Doporučuji měřit hodnotu EVA za celou společnost jako celek, vzhledem k tomu, že společnost má pouze jeden odbor výroby, který není dále rozdělen na divize či jednotlivé druhy výroby.

Jak často bude hodnota EVA měřena?

Po zavedení konceptu EVA do řízení podniku doporučuji vyčíslvat hodnotu EVA čtyřikrát ročně, vždy po ukončení čtvrtletí, v dubnu, červenci, říjnu a v lednu následujícího roku. Současně s výpočtem hodnoty EVA by měly být sledovány i generátory hodnoty EVA, které jsou znázorněny v pyramidovém rozkladu EVA. Tyto generátory hodnoty je vhodné v prvním roce po zavedení konceptu vyčíslvat každý měsíc, aby byl včas zachycen případný negativní vliv na hodnotu EVA.

Budou nutné úpravy stávajícího informačního systému?

Společnosti doporučuji zvážit, příp. zkonzultovat s dodavatelem informačního systému, zda je stávající informační systém vhodný pro zavedení konceptu EVA, nebo zda bude nutné provést úpravy stávajícího informačního systému tak, aby byla správně zachycena ekonomická situace společnosti.

Management

V rámci tohoto kroku je nutné vytvořit politiku, postupy a nástroje, které budou propojovat rozhodovací procesy uvnitř společnosti s měřením tvorby hodnoty. Pokud společnost chce, aby implementace nového konceptu byla co nejúspěšnější, je nutné stanovit maximalizaci hodnoty podniku jako základní cíl společnosti, a k němu musí směřovat všechny procesy společnosti a všichni zaměstnanci, kteří se těchto procesů účastní. Podstatou tohoto kroku je tedy správné nastavení systému řízení společnosti s ohledem na tvorbu hodnoty. Mezi základní otázky, které je nutné řešit v rámci tohoto kroku, patří zejména:

Jak budou hodnoceny nové investiční záměry?

Ukazatel EVA lze využít i pro hodnocení nových investičních projektů. Doporučuji společnosti FANS, a.s. využívat koncept EVA k hodnocení nových investičních projektů a přijímat pouze ty investiční projekty, které dosahují kladné současné hodnoty EVA. Tím přispívají k tvorbě hodnoty EVA.

Jaký systém řízení společnost uplatní?

Společnost FANS, a.s. by měla uplatnit systém řízení, který vede ke zvýšení hodnoty společnosti, a tím k tvorbě hodnoty EVA. Doporučuji nastavit politiku, postupy a opatření tak, aby vedla k tvorbě hodnoty společnosti.

Jak bude nastaven reporting EVA?

Jak je uvedeno výše, doporučuji provádět výpočet EVA po ukončení každého čtvrtletí, kdy bude vyhotovena reportingová zpráva o tomto výpočtu. Tato zpráva by měla obsahovat nejen samotný výpočet EVA, ale také pyramidový rozklad EVA a generátory hodnoty spolu s podrobným komentářem, které faktory ovlivňují hodnotu EVA, a tím výkonost celé

společnosti. Pyramidový rozklad a generátory hodnoty by měly být vyčíslovány každý měsíc.

Vypracování reportingových zpráv bude úkolem ekonomického úseku, konkrétně finančního odboru, který spadá pod ekonomický úsek a zabývá se finančním controllinglem a reportingem. Tyto čtvrtletní reportingové zprávy budou zasílány vrcholovému vedení společnosti, které poté se zprávou seznámí všechny podřízené zaměstnance společnosti.

Na počátku účetního období v rámci účetního plánu doporučuji vytvořit i plán vývoje hodnoty EVA a v rámci čtvrtletních reportingových zpráv uvádět i porovnání hodnoty EVA s tímto plánem. Bylo by vhodné takto naplánovat i generátory hodnoty a provádět i jejich porovnání.

Motivation

V rámci tohoto kroku je nutné vytvoření plánu motivace manažerů prostřednictvím podílu manažerů na vytvořené hodnotě. Pokud budou manažeři odměňováni na základě vytvořené hodnoty pro vlastníky, dojde ke sladění cílů obou skupin.

Při implementaci konceptu EVA si musí společnost stanovit, kteří zaměstnanci budou odměňováni v závislosti na vytvořené hodnotě, zda bude okruh zaměstnanců postupně rozšiřován, jestli bude využívána bonusová banka, kým bude využívána, jak často bude bonus vyplácen.

Vzhledem k tomu, že řadoví zaměstnanci mají minimální a těžko ovlivnitelný vliv na tvorbu hodnoty, doporučuji společnosti zavést odměňování na základě vytvořené hodnoty u vedoucích pracovníků, nejen na nejvyšší úrovni, ale i na operativních úrovních řízení, tj. i vedoucích odborů a mistrů dílen.

Výpočet hodnoty EVA bude probíhat čtvrtletně, přesto doporučuji po zavedení konceptu EVA vyplácení bonusu za tvorbu hodnoty 1x ročně. V případě, že tento interval nebude společnosti z nějakého důvodu vyhovovat, může ho poté změnit dle svého uvážení.

Společnost si může vybrat ze tří možností bonusových systémů založených na konceptu EVA. Jak bylo popsáno v teoretické části v bodě 4.3.4, jedná se o bonusový systém verze X, bonusový systém verze XY a moderní verzi bonusového systému EVA.

Pokud společnost zvolí variantu bonusového systému verze XY, bude vycházet z dosažených absolutních hodnot EVA a přírůstků EVA v jednotlivých letech. Tuto verzi

bonusového systému lze vyjádřit vztahem (47). Fixní procento z absolutní hodnoty EVA jsem ve společnosti FANS, a.s. stanovila ve výši 5% a procento z přírůstků hodnoty EVA ve výši 25%. Jak je patrné z následující tabulky (Tab. 41), ve společnosti FANS, a.s. by byly v minulých letech vyplaceny bonusy nulové, neboť kladný bonus v roce 2008 by byl celý převeden do bonusové banky a v roce 2009 došlo opět ke snížení hodnoty EVA a bonusová banka se za tento rok dostala do záporných hodnot a vyplacený bonus byl opět nulový.

Tab. 41 Výpočet bonusů – verze XY [vlastní]

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
EVA	14 771	11 016	12 747	-3 362
x% * EVA	739	551	637	-168
Δ EVA		-3 755	1 731	-16 109
y% *EVA		-939	433	-4 027
Bonus		-388	1 070	-4 195
Bonusová banka		0	1 070	-3 125
Vyplacený bonus	0	0	0	0

V další tabulce (Tab. 42) je uveden pro srovnání výpočet bonusů pomocí bonusového systému – verze X. Za předpokladu, že společnost FANS, a.s. stanoví bonus z absolutní hodnoty EVA ve výši 15% a z tohoto bonusu vyplácí pouze $\frac{1}{4}$ hodnoty a $\frac{3}{4}$ převádí do bonusové banky, budou bonusy vypláceny ve všech sledovaných letech, kromě roku 2009, kdy byla absolutní hodnota EVA záporná. Bonusy tedy byly vypláceny i tehdy, kdy docházelo ke snižování hodnoty EVA.

Tab. 42 Výpočet bonusů – verze X [vlastní]

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
EVA	14 771	11 016	12 747	-3 362
Bonus	2 216	1 652	1 912	-504
Bonusová banka	1 662	2 901	4 335	3 957
Vyplacený bonus	554	413	478	0

Společnosti FANS, a.s. bych doporučila používat bonusový systém – verzi XY, protože odměňování je založené nejen na absolutních hodnotách EVA, ale i na jeho přírůstcích.

Nebude tedy docházet k situaci, že bonusy budou vypláceny i v případě, kdy dochází ke snižování hodnoty EVA.

V případě, že se bonusový systém – verze XY u společnosti osvědčí a dojde k ustálení tvorby hodnoty EVA, bude případně možné přejít na moderní bonusový systém EVA.

Mindset

V posledním kroku 4M je nutné zvýšit ekonomické povědomí zaměstnanců, zejména formou školení. Je nutné, aby všichni zaměstnanci byli seznámeni a znali podstatu ukazatele EVA, aby bylo možné úspěšně dokončit implementaci nového konceptu. V rámci tohoto kroku je nutné vyřešit odpovědi na tyto otázky:

Kteří zaměstnanci budou potřebovat školení?

V první fázi je nutné detailní proškolení řídicí skupiny, v další fázi následuje proškolení dalších vedoucích pracovníků společnosti a následně všech zaměstnanců. U společnosti FANS, a.s. bude nejprve proškolená řídicí skupina ve složení, v jakém byla zmíněna na začátku kapitoly 10.3.1. Následně budou proškoleni ostatní vedoucí pracovníci na nižších stupních řízení. Po jejich proškolení budou s nově implementovaným konceptem seznámeni i všichni ostatní zaměstnanci.

Jak budou tato školení probíhat?

Školení řídicí skupiny bude nejdelsí, v rozsahu trvání 10 dnů, aby všichni členové této skupiny detailně pochopili podstatu konceptu EVA a byli ztotožnění s tímto konceptem. Toto školení bude obsahovat nejen obsah celého konceptu, ale i výpočet, pyramidový rozklad a rozsah implementace. Doporučuji společnosti na toto školení využít pracovníka poradenské firmy zabývající se hodnotovými koncepty, aby byla zaručena kvalita tohoto školení. Toto školení proběhne ještě před započítím implementace.

Po proškolení řídicí skupiny následuje školení vedoucích pracovníků na nižších stupních řízení. Toto školení může proběhnout formou jednodenního semináře, v průběhu kterého budou seznámeni s podstatou ukazatele EVA, s přechodem cíle společnosti na tvorbu hodnoty, s nově nastaveným systémem odměňování. Tohoto školení se ve společnosti zúčastní vedoucí útvarů a odborů a mistři výroby. Vzhledem k velikosti společnosti a délce školení bude vhodné uspořádat toto školení pro všechny zmíněné pracovníky v jeden den.

Po proškolení vedoucích pracovníků je nutné seznámit všechny zaměstnance společnosti s novým konceptem řízení. Toto školení je však vhodné provést až po uskutečnění všech strategických rozhodnutích před samotnou implementací konceptu. Doporučuji společnosti naplánovat toto školení v délce trvání půl pracovního dne ve skupinkách čítající maximálně 15 zaměstnanců, aby nebyl narušen chod společnosti.

Školení vedoucích pracovníků nižších stupňů řízení a ostatních zaměstnanců může provést člen řídicí skupiny. Mé doporučení je však i pro tato školení využít pracovníka poradenské firmy, aby byla zajištěna kvalita těchto školení a koncept EVA byl správně pochopen všemi zaměstnanci společnosti.

10.3.3 Vypracování plánu implementace konceptu EVA

V této části je nutné vytvořit podrobnější plán implementace konceptu EVA. Stěžejním rozhodnutím je skutečnost, zda společnost provede implementaci vlastními silami nebo pro implementaci nového konceptu využije poradenskou firmu zabývající se hodnotovými ukazateli. Vzhledem k nákladům na implementaci doporučuji společnosti provést implementaci vlastními silami pouze s přizváním externího konzultanta, který pomůže řídicí skupinu navést ke správným postupům implementace.

Za celý proces implementace ve společnosti zodpovídá výkonný ředitel spolu s ekonomickým ředitelem. Délka implementace je odhadována na 7 – 8 měsíců v závislosti na uskutečnění všech procesů, které implementace zahrnuje. V následující tabulce (*Tab. 43*) je uveden předběžný časový harmonogram implementace konceptu EVA zahrnující všechny procesy, které jsou již zmíněny výše.

V první fázi proběhne seznámení vedení s konceptem EVA, bude rozhodnuto o jeho implementaci a bude sestavena řídicí skupina. V další fázi proběhne detailní proškolení řídicí skupiny. Poté následuje 5 měsíců, v rámci kterých budou provedeny všechny části implementace, tj. measurement, management, motivation a školení zaměstnanců – mindset. V poslední fázi dojde k dokončení implementace.

Tab. 43 Časový harmonogram implementace [vlastní]

Aktivita	Měsíc implementace							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Seznámení s konceptem EVA								
Rozhodnutí o implementaci konceptu EVA								
Sestavení řídicí skupiny								
Proškolení řídicí skupiny								
Measurement								
Management								
Motivation								
Školení zaměstnanců - Mindset								
Dokončení implementace								

Důležitou součástí plánu implementace je stanovení odpovědnosti za jednotlivé etapy implementace. V následující tabulce (Tab. 44) jsou uvedeny osoby, které odpovídají za jednotlivé fáze implementačního procesu.

Tab. 44 Odpovědnost za jednotlivé etapy implementace [vlastní]

Aktivita	Odpovědnost
Seznámení s konceptem EVA	Výkonný ředitel
Rozhodnutí o implementaci konceptu EVA	Generální ředitel
Sestavení řídicí skupiny	Nejvyšší vedení
Proškolení řídicí skupiny	Vedoucí řídicí skupiny
Measurement	Řídicí skupina
Management	Řídicí skupina
Motivation	Řídicí skupina
Školení zaměstnanců - Mindset	Vedoucí řídicí skupiny + ved. pracovníci
Dokončení implementace	Vedoucí řídicí skupiny

Seznámení s konceptem EVA provedl v rámci nejvyššího vedení výkonný ředitel. O implementaci tohoto konceptu rozhodl generální ředitel jako majitel společnosti a odpovědnost za tuto implementaci delegoval na výkonného ředitele.

10.4 Zhodnocení projektu

V rámci zhodnocení projektu provedu vyčíslení nákladů na implementaci konceptu EVA, vyhodnotím přínosy této implementace pro společnost a na závěr vyhodnotím rizika, která mohou plynout z implementace konceptu EVA.

10.4.1 Náklady projektu

Náklady spojené s implementací konceptu EVA budou spočívat v zejména na nákladech na proškolení zaměstnanců, neboť pouze správné pochopení podstaty tohoto konceptu je podmínkou pro úspěšné řízení společnosti vedoucí ke zvýšení hodnoty. Časový rámec školení zaměstnanců (Mindset) je uveden v následující tabulce (Tab. 45).

Tab. 45 Časový rámec školení zaměstnanců [vlastní]

	Počet dní	Počet hodin
Školení řídicí skupiny	10	80
Školení vedoucích pracovníků	1	8
Školení zaměstnanců	6	24
Celkem	17	112

Náklady na školení

Ke všem školením doporučuji využít školitele z poradenské firmy, aby byla zajištěna kvalita tohoto školení. V případě, že budu kalkulovat s náklady 1 000,- Kč na 1 hodinu školení, náklady na školení řídicí skupiny dosáhnou částky 112 tis. Kč. V této částce je již kalkulováno stravné a cestovné tohoto externího školitele.

Náklady na software

V této části odhadnu náklady na úpravy informačního systému, které budou nutné pro implementaci konceptu EVA. Předpokládám, že bude i nadále využíván stávající informační systém, do kterého bude zakomponován pouze další modul, který by umožnil hodnotové řízení. Náklady na nákup a instalaci tohoto modulu odhaduji na 50 tis. Kč.

Náklady na externího člena řídicí skupiny

Doporučuji, aby členem řídicí skupiny byl i externista, který má praktické zkušenosti s implementací konceptu EVA a s jeho využíváním. Tento externí specialista se bude účastnit jednotlivých etap implementace a předpokládám, že se procesu implementace bude věnovat 150 hodin, náklady odhaduji ve výši 150 tis. Kč.

Oportunitní náklady

Tyto náklady vyčísím jako čas, který zaměstnanci věnovali školení, a tudíž nebyli přítomni na svém pracovišti a neprováděli svou práci. U pracovníků THP budu počítat 120,- Kč na hodinu práce, u pracovníků v dělnických profesích 90,- Kč na hodinu práce. Společnost proškolí celkem 120 zaměstnanců, z toho cca 70 v dělnických profesích a 50 pracovníků THP. V tomto počtu nejsou započítáni pracovníci vedení a vedoucí pracovníci nižších stupňů řízení. Celkové oportunitní náklady tedy vyčísím na 50 tis. Kč.

Celkové náklady

Celkové náklady na implementaci tedy činí 362 tis. Kč. Jejich členění je uvedeno v následující tabulce (Tab. 46). Tyto náklady uhradí společnost FANS, a.s. z vlastních zdrojů.

Tab. 46 Celkové náklady na implementaci [vlastní]

Položka	Výše nákladů (v tis. Kč)
Náklady na školení	112
Náklady na software	50
Náklady externího člena řídicí skupiny	150
Oportunitní náklady	50
Celkem	362

10.4.2 Přínosy projektu

V případě, že bude implementace konceptu EVA do řízení společnosti úspěšná, povede ke zvýšení hodnoty společnosti pro vlastníky. Díky této implementaci může společnost vyhodnotit generátory hodnoty ukazatele EVA a jejich vliv na konečnou hodnotu EVA, a tím vyhodnotit silné a slabé stránky společnosti.

Implementace ukazatele EVA jako moderního ukazatele výkonnosti odstraní nedostatky klasických ukazatelů výkonnosti, zejména vyčíslení oportunitních nákladů a zahrnutí faktoru rizika a času.

Pomocí ukazatele EVA lze výkonnost společnosti zhodnotit jedním údajem. Tento údaj umožní po převedení na relativní hodnotu porovnávat společnost s konkurencí a ostatními podniky v odvětví.

Ukazatel EVA není pouze měřítkem výkonnosti, ale lze ho použít i pro hodnocení investičních projektů a také jako nástroj k řízení a motivování zaměstnanců.

10.4.3 Rizika projektu

Mezi rizika projektu patří především to, že není zaručena úspěšnost implementace nového konceptu do řízení společnosti. Pokud by implementace nebyla úspěšná, náklady a čas vynaložené na tuto implementaci by nebyly zhodnoceny, neboť by pravděpodobně nedošlo ke zvýšení hodnoty společnosti.

Dalším rizikem je riziko nesprávných strategických rozhodnutí v rámci celé implementace konceptu EVA, zejména týkající se chybného výpočtu nebo nesprávné identifikace generátorů hodnoty EVA.

Rizikem jsou též všichni zaměstnanci společnosti, kteří dosud neměli žádné zkušenosti s hodnotovým řízením, případně i špatné pochopení celé podstaty konceptu EVA jako systému řízení. Tomuto riziku by mělo předejít správné a komplexní školení zaměstnanců.

Rizikem může být finanční stránka implementace konceptu, kdy by společnost neměla dostatek finančních prostředků na tuto implementaci. U společnosti FANS, a.s. však nebyly náklady na implementaci stanoveny příliš vysoké, tudíž toto riziko implementaci téměř neohrožuje.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo zhodnocení výkonnosti společnosti FANS, a.s. pomocí klasických ukazatelů výkonnosti a pomocí moderního konceptu ekonomické přidané hodnoty (EVA) a návrh implementace ekonomické přidané hodnoty do společnosti.

V teoretické části jsem formou literární rešerše popsala hodnocení výkonnosti podniku. Následně jsem se věnovala charakteristice klasických ukazatelů výkonnosti, kam patří absolutní, rozdílové a poměrové ukazatele finanční analýzy. Byly popsány také souhrnné ukazatele a pyramidové rozklady ukazatelů.

Další část své práce jsem věnovala moderním ukazatelům výkonnosti, k nimž patří diskontované cash flow, tržní přidaná hodnota, Excess Return, TSR, SVA, CFROI, RONA, CROGA a ekonomická přidaná hodnota (EVA). Ekonomické přidané hodnotě byla věnována samostatná kapitola, byl zde popsán její výpočet včetně možností úprav účetních dat, identifikace faktorů, které hodnotu EVA ovlivňují, možnosti využití ukazatele EVA, jeho zhodnocení a také postup implementace.

V závěrečné kapitole teoretické části bylo provedeno zhodnocení moderních ukazatelů výkonnosti.

Praktickou část zahajuje charakteristika společnosti FANS, a.s., její SWOT analýza a stručná charakteristika odvětví, ve kterém tato společnost podniká.

Dále bylo provedeno zhodnocení výkonnosti společnosti FANS, a.s. pomocí klasických ukazatelů výkonnosti. Byly vypočítány a vyhodnoceny poměrové ukazatele finanční analýzy a společnost byla zhodnocena i pomocí souhrnných ukazatelů. Z této analýzy bylo zjištěno, že společnost má poměrně vysokou celkovou zadluženost. Ukazatele likvidity naopak dosahují nižších hodnot, než které jsou doporučovány. Z ukazatelů rentability je patrné, že společnost je zisková. Z analýzy aktivity vyplývá, že společnost má problémy s platební morálkou svých odběratelů.

V další části byla zhodnocena výkonnost společnosti FANS, a.s. pomocí konceptu EVA. V rámci tohoto hodnocení byly provedeny úpravy účetních výkazů, zejména aktivace leasingu do dlouhodobého hmotného majetku, vyloučení nedokončených investic a aktiva byla snížena o neúročný cizí kapitál. Následně bylo vymezeno NOA a v návaznosti na úpravu majetkové struktury byla upravena kapitálová struktura a bylo vymezeno C. Při stanovení NOPAT byly vyloučeny placené úroky a provedena daňová úprava. Následně

byl proveden výpočet nákladů na cizí a vlastní kapitál, ze kterých poté bylo stanoveno WACC. V další části byl proveden samotný výpočet ekonomické přidané hodnoty v letech 2006 – 2009 pomocí ekonomického i účetního modelu. Vývoj ukazatele EVA lze hodnotit pozitivně, společnost dosahovala v letech 2006 – 2008 kladných hodnot, společnost tvořila hodnotu pro své vlastníky. V roce 2009 došlo k poklesu hodnoty EVA do záporných hodnot. Poslední částí bylo provedení identifikace faktorů, které ovlivňovali hodnotu EVA v letech 2008 a 2009 pomocí pyramidového rozkladu EVA a citlivostní analýzy.

V poslední části mé práce byla navržena implementace konceptu EVA do společnosti FANS, a.s., byla provedena analýza připravenosti na změnu, poté byly popsány jednotlivé kroky implementace a provedeno zhodnocení projektu implementace včetně stanovení předběžných nákladů na implementaci, přínosů a rizik projektu.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**Monografie:**

- [1] DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] FIBÍROVÁ, J., ŠOLJAKOVÁ, L. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. 1. vydání. Praha : ASPI 2005. 264 s. ISBN 80-7357-084-X.
- [3] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vydání. Praha : Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [4] KALOUDA, F. *Finanční řízení podniku*. Plzeň : -Aleš Čeněk, 2009. 279 s. ISBN 978-80-7380-174-8.
- [5] KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vydání. Praha : C.H. Beck 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [6] KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C.H. Beck, 2001. 368 s. ISBN 80-7179-529-1
- [7] KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. *Finanční analýza*. 1. vydání. Praha : GRADA Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- [8] KOVANICOVÁ, D. *Finanční účetnictví -světový koncept*. 4. aktualizované vydání. Praha : Polygon 2003. 536 s. ISBN 80-7273-090-8.
- [9] MARINIČ, P. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vydání. Praha : GRADA Publishing 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [10] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [11] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vydání. Praha : Ekopress, 2005. 170 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [12] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [13] NÝVLTOVÁ, R., MARINIČ, P. *Finanční řízení podniku*. 1. vydání. Praha : GRADA Publishing 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3158-2.
- [14] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Podnikové finance: Studijní pomůcka pro distanční studium*. 3. vydání. Zlín : Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007. 293 s. ISBN 978-80-7318-593-0.

- [15] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. aktualizované a doplněné vydání. Praha : LINDE, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [16] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vydání. Praha : GRADA Publishing, 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [17] SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vydání. Praha : GRADA Publishing, 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.
- [18] SOUČEK, Z. *Firma 21. století (Předstihneme nejlepší !!!)*. 1. vydání. Praha : PROFESSIONAL PUBLISHING, 2005. 258 s. ISBN 80-86419-88-6.
- [19] STÝBLO, J. *Cesty ke zvyšování firemní výkonnosti*. 1. vydání. Praha : PROFESSIONAL PUBLISHING, 2002. 75 s. ISBN 80-86419-21-5.
- [20] WAGNER, J. *Měření výkonnosti*. 1. vydání. Praha : GRADA Publishing 2009. 256 s. ISBN 978-80-247-2924-4.
- [21] YOUNG, S. D., O'BYRNE, S. F. *EVA and value-based management : a practical guide to implementation*. New York : McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.

Elektronické zdroje:

- [22] www.cnb.cz
- [23] www.damodaran.com
- [24] www.fans.cz
- [25] www.mfcr.cz
- [26] www.mpo.cz
- [27] REMEŠ, D. *Řízení výkonnosti podniku v době krize*. [online] Zlín 2009. [cit. 2011-04-02] Dostupné z: <http://www.cjournal.cz/files/6.pdf>
- [28] SINGER, James A., MILLAR, Devin L. *Value-Based Management Done Right: The EVA Implementation at Harsco. EVALuation* [online]. 2003, vol. 5, no. 1 [cit. 2011-04-02]. Dostupné z: http://www.sternstewart.com/research/200304_Value-based%20Management%20Done%20Right-The%20EVA%20Implementation%20at%20Harsco.pdf.
- [29] STERN, J.M. *A Message from our Chairman Joel M. Stern on Corporate Governance*. [online] New York 2009. [cit. 2011-04-02] Dostupné z: http://www.sternstewart.com/research/200903_Corporate%20Governance.pdf

- [30] STERN, E. *Why EVA Is the Best Measurement Tool for Creating Shareholder Value*. [online] [cit. 2011-04-02] Dostupné z: <http://www.qfinance.com/business-strategy-best-practice/why-eva-is-the-best-measurement-tool-for-creating-shareholder-value?full>

Ostatní zdroje:

- [31] Interní materiály společnosti FANS, a.s.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva
APT	Model arbitrážního oceňování
BÚ	Bankovní úvěry
C	Kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CFROI	Cash Flow Return of Investment
CK, CZ	Cizí kapitál
CROGA	Cash Return on Gross Assets
ČPK	Čistý pracovní kapitál
D	Dividenda
DCF	Diskontované cash flow
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy
EBT	Zisk před zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
ER	Excess Return
H _{VK}	Hodnota vlastního kapitálu
i	Úroková míra
KBÚ	Krátkodobé bankovní úvěry

KFM	Krátkodobý finanční majetek
MVA	Tržní přidaná hodnota
N	Náklady
N_{CK}	Náklady na cizí kapitál
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Zisk z operační činnosti podniku po daních
NÚ	Nákladové úroky
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
O	Obligace
PH	Přidaná hodnota
PRIBOR	Pražská mezibankovní nabídková úroková sazba
r_e	Náklady na vlastní kapitál
r_f	Bezriziková úroková míra
$r_{finstab}$	Přirážka za riziko, že podnik nebude schopen platit své závazky
r_{finstr}	Přirážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury
r_{LA}	Riziková přirážka za nedostatečnou likvidnost akcie
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
RONA	Rentabilita čistých aktiv
ROS	Rentabilita tržeb
r_{podnik}	Přirážka za výši podnikatelského rizika
SH	Současná hodnota
SVA	Shareholder Value Added
T	Tržby
t	Daňová sazba ze zisku
TSR	Total Shareholder Return

ú	Úrok
ÚZ	Úplatné zdroje
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál
ZC	Zůstatková cena
β	Koeficient vyjadřující relativní rizikovost daného podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu
β_N	β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
β_Z	β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1 Generátory hodnoty v konceptu EVA [15].....	44
Obr. 2 Organizační schéma společnosti [24].....	58
Obr. 3 Graf spider analýza [vlastní].....	68
Obr. 4 Graf vývoje EVA a vstupních veličin pro výpočet EVA pomocí ekonomického modelu [vlastní]	82
Obr. 5 Graf vývoje EVA a vstupních veličin pro výpočet EVA pomocí účetního modelu [vlastní].....	84

SEZNAM TABULEK

Tab. 1 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku [15]	15
Tab. 2 Srovnání výkonnostních ukazatelů [9], [15].....	53
Tab. 3 Vývoj počtů zaměstnanců [vlastní]	57
Tab. 4 SWOT analýza společnosti [vlastní]	60
Tab. 5 Ukazatelé zadluženosti, majetkové a finanční struktury společnosti [vlastní].....	63
Tab. 6 Ukazatelé zadluženosti, majetkové a finanční struktury odvětví [vlastní].....	63
Tab. 7 Ukazatelé likvidity společnosti [vlastní]	64
Tab. 8 Ukazatelé likvidity odvětví [vlastní]	64
Tab.9 Ukazatelé rentability společnosti [vlastní]	64
Tab. 10 Ukazatelé rentability odvětví [vlastní]	65
Tab. 11 Multiplikátor kapitálu [vlastní].....	65
Tab. 12 Ukazatelé aktivity společnosti [vlastní].....	66
Tab. 13 Ukazatelé aktivity odvětví [vlastní].....	66
Tab. 14 Další ukazatelé společnosti [vlastní]	67
Tab. 15 Další ukazatelé odvětví [vlastní]	67
Tab. 16 Spider analýza [vlastní]	68
Tab. 17 Z-skóre společnosti [vlastní]	69
Tab. 18 Index IN05 společnosti [vlastní].....	69
Tab. 19 Současná hodnota leasingových splátek [vlastní]	71
Tab. 20 Vývoj nedokončených investic [vlastní]	72
Tab. 21 Vývoj neúročených cizích zdrojů [vlastní].....	72
Tab. 22 Vymezení NOA v jednotlivých letech [vlastní]	73
Tab. 23 Vymezení C v jednotlivých letech [vlastní]	73
Tab. 24 Vývoj nákladových úroků [vlastní]	74
Tab. 25 Vymezení NOPAT v jednotlivých letech [vlastní].....	75
Tab. 26 Náklady na bankovní úvěry – 1. alternativa[vlastní].....	75
Tab. 27 Náklady na bankovní úvěry – 2. alternativa[vlastní].....	76
Tab. 28 Náklady na bankovní úvěry – 3. alternativa[vlastní].....	76
Tab. 29 Náklady na bankovní úvěr [vlastní].....	77
Tab. 30 Odhadnutá úroková sazba leasingu [vlastní]	77
Tab. 31 Průměrné náklady dluhu [vlastní].....	77
Tab. 32 Výpočet nákladů na kapitál pomocí CAPM [vlastní].....	78

Tab. 33 Odvození nákladů na VK pomocí průměrné rentability VK [vlastní].....	79
Tab. 34 Odvození nákladů VK z nákladů CK [vlastní].....	79
Tab. 35 Výpočet nákladů na kapitál pomocí stavebnicové metody MPO ČR [vlastní]	80
Tab. 36 Přehled nákladů na vlastní kapitál dle různých přístupů [vlastní].....	81
Tab. 37 Výpočet WACC [vlastní]	81
Tab. 38 Výpočet EVA podle ekonomického modelu [vlastní].....	82
Tab. 39 Výpočet EVA podle účetního modelu [vlastní]	83
Tab. 40 Citlivostní analýza společnosti [vlastní].....	86
Tab. 41 Výpočet bonusů – verze XY [vlastní]	95
Tab. 42 Výpočet bonusů – verze X [vlastní]	95
Tab. 43 Časový harmonogram implementace [vlastní]	98
Tab. 44 Odpovědnost za jednotlivé etapy implementace [vlastní].....	98
Tab. 45 Časový rámec školení zaměstnanců [vlastní].....	99
Tab. 46 Celkové náklady na implementaci [vlastní]	100

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Rozvaha společnosti FANS, a.s.
- P II Výkaz zisku a ztráty společnosti FANS, a.s.
- P III Pyramidový rozklad EVA

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLEČNOSTI FANS, A.S.

<i>AKTIVA</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
AKTIVA CELKEM	253 007	201 215	284 655	221 594
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál				
B. Dlouhodobý majetek	18 143	31 498	33 697	30 025
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	311	204	260	237
1. Zřizovací výdaje				
2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje				
3. Software	311	204	260	237
4. Ocenitelná práva				
5. Goodwill				
6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek				
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek				
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek				
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	17 737	31 208	33 049	29 424
1. Pozemky	1 584	1 584	1 584	1 584
2. Stavby	14 894	27 857	25 969	23 301
3. Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	1 046	1 767	5 496	4 539
4. Pěstitelské celky trvalých porostů				
5. Základní stádo a tažná zvířata				
6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek				
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	213	0		
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek				
9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku				
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	95	86	388	364
1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	86	86	388	364
2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem				
3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	9	0		
4. Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podst. vliv				
5. Jiný dlouhodobý finanční majetek				
6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek				
7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek				
C. Oběžná aktiva	233 035	167 112	249 210	190 337
C.I. Zásoby	12 008	47 587	35 417	67 784
1. Materiál	5 011	7 463	16 334	12 386
2. Nedokončená výroba a polotovary	6 997	40 124	19 083	55 398
3. Výrobky				
4. Zvířata				
5. Zboží				
6. Poskytnuté zálohy na zásoby				
C.II. Dlouhodobé pohledávky				
1. Pohledávky z obchodních vztahů				
2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba				
3. Pohledávky - podstatný vliv				
4. Pohl. za společníky, čl.družstva a za účastníky sdružení				
5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy				
6. Dohadné účty aktivní				
7. Jiné pohledávky				
8. Odložená daňová pohledávka				
C.III. Krátkodobé pohledávky	191 491	91 393	181 449	81 308
1. Pohledávky z obchodních vztahů	185 709	87 594	179 853	76 363

2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	553	179	0	
3. Pohledávky - podstatný vliv				
4. Pohl. za společníky, čl.družstva a za účastníky sdružení	0			
5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění				
6. Stát - daňové pohledávky	5 025	0	780	4 462
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	126	3 471	688	444
8. Dohadné účty aktivní				
9. Jiné pohledávky	78	149	128	39
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	29 536	28 132	32 344	41 245
1. Peníze	210	544	305	279
2. Účty v bankách	29 326	27 588	32 039	40 966
3. Krátkodobé cenné papíry a podíly				
4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek				
D.I. Časové rozlišení	1 829	2 605	1 748	1 232
1. Náklady příštích období	1 829	2 605	1 501	1 225
2. Komplexní náklady příštích období				
3. Příjmy příštích období			247	7

<i>PASIVA</i>	2006	2007	2008	2009
PASIVA CELKEM	253 007	201 215	284 655	221 594
A. Vlastní kapitál	38 539	45 146	55 355	56 526
A.I. Základní kapitál	10 000	10 000	10 000	10 000
1. Základní kapitál	10 000	10 000	10 000	10 000
2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly				
3. Změny základního kapitálu				
A.II. Kapitálové fondy	-2	0	-45	-69
1. Emisní ážio				
2. Ostatní kapitálové fondy				
3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-2	0	-45	-69
4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách				
A.III. Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	10 952	18 540	26 684	41 166
1. Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	1 526	2 000	2 000	2 000
2. Statutární a ostatní fondy	9 426	16 540	24 684	39 166
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let				
1. Nerozdělený zisk minulých let				
2. Neuhrazená ztráta minulých let				
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období	17 589	16 606	18 752	5 429
B. Cizí zdroje	211 134	153 709	226 470	162 386
B.I. Rezervy				
1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů				
2. Rezerva na důchody a podobné závazky				
3. Rezerva na daň z příjmů				
4. Ostatní rezervy				
B.II. Dlouhodobé závazky			113	264
1. Závazky z obchodních vztahů				
2. Závazky - ovládající a řídicí osoba				
3. Závazky - podstatný vliv				
4. Záv. ke společníkům, čl. družstva a k účastníkům sdruž.				
5. Dlouhodobé přijaté zálohy				
6. Vydané dluhopisy				
7. Dlouhodobé směnky k úhradě				
8. Dohadné účty pasivní				
9. Jiné závazky				
10. Odložený daňový závazek			113	264
B.III. Krátkodobé závazky	139 074	99 893	147 155	122 756
1. Závazky z obchodních vztahů	113 403	72 547	112 339	52 730
2. Závazky - ovládající a řídicí osoba				
3. Závazky - podstatný vliv				
4. Záv. ke společníkům, čl. družstva a k účastníkům sdruž.	98	98	0	
5. Závazky k zaměstnancům	1 606	2 781	3 187	2 768
6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního poj.	916	1 703	1 567	1 524
7. Stát - daňové závazky a dotace	5 317	3 401	9 896	1 764
8. Krátkodobé přijaté zálohy	17 648	16 673	18 920	60 433
9. Vydané dluhopisy				
10. Dohadné účty pasivní	9	1 790	1 246	137
11. Jiné závazky	79	900	0	3 400
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	72 060	53 816	79 202	39 366
1. Bankovní úvěry dlouhodobé	638	10 500	10 272	6 792
2. Krátkodobé bankovní úvěry	71 422	43 316	68 930	32 574

3. Krátkodobé finanční výpomoci				
C.I. Časové rozlišení	3 334	2 360	2 830	2 682
1. Výdaje příštích období	3 334	2 360	2 830	2 682
2. Výnosy příštích období				

**PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI FANS,
A.S.**

TEXT	2006	2007	2008	2009
I. Tržby za prodej zboží				
A. Náklady vynaložené na prodané zboží				
Obchodní marže				
II. Výkony	364 577	394 838	439 831	342 198
1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	358 696	353 438	456 025	293 132
2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	4 035	33 137	-21 041	48 748
3. Aktivace	1 846	8 263	4 847	318
B. Výkonová spotřeba	301 769	323 041	358 989	271 932
1. Spotřeba materiálu a energie	186 946	199 360	205 104	147 730
2. Služby	114 823	123 681	153 885	123 662
Přidaná hodnota	62 808	71 797	80 842	70 806
C. Osobní náklady	30 908	43 749	57 510	54 069
1. Mzdové náklady	21 187	30 574	40 854	38 107
2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	1 620	1 620	1 520	1 380
3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	7 676	10 616	13 699	12 922
4. Sociální náklady	425	939	1 437	1 660
D. Daně a poplatky	158	172	170	219
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 611	2 518	4 334	4 390
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0			
1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku				
2. Tržby z prodeje materiálu	0			
F. Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu				
1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku				
2. Prodaný materiál				
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-1	0		4 504
IV. Ostatní provozní výnosy	508	1 386	3 526	4 547
H. Ostatní provozní náklady	4 339	1 931	2 211	1 445
V. Převod provozních výnosů				
I. Převod provozních nákladů				
* Provozní výsledek hospodaření	26 301	24 813	20 143	10 726
VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		325	0	
J. Prodané cenné papíry a podíly		9	0	
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku				
1. Výnosy z podílu v ovládaných a řízených osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem				
2. Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů				
3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku				
VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku				
K. Náklady z finančního majetku				
IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů				
L. Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů				
M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti				
X. Výnosové úroky	167	558	445	218
N. Nákladové úroky	1 291	2 060	4 602	2 220
XI. Ostatní finanční výnosy	9 982	16 272	28 649	17 799

O. Ostatní finanční náklady	11 270	17 047	20 090	19 234
XII. Převod finančních výnosů				
P. Převod finančních nákladů				
* Finanční výsledek hospodaření	-2 412	-1 961	4 402	-3 437
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	6 300	6 246	5 793	1 860
1. – splatné	6 300	6 246	5 680	1 708
2. – odložená			113	152
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	17 589	16 606	18 752	5 429
XIII. Mimořádné výnosy				
R. Mimořádné náklady				
S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti				
1. – splatné				
2. – odložená				
* Mimořádný výsledek hospodaření				
T. Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům				
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	17 589	16 606	18 752	5 429
**** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	23 889	22 852	24 545	7 289

PŘÍLOHA P III: PYRAMIDOVÝ ROZKLAD EVA

