

Projekt zvýšení finanční výkonnosti vybraného podniku prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury

Bc. Olga Karlíková

Diplomová práce
2020



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2019/2020

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: Bc. Olga Karlíková
Osobní číslo: M18025
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: Finance
Forma studia: Kombinovaná
Téma práce: Projekt zvýšení finanční výkonnosti vybraného podniku prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši na téma finanční výkonnost podniku a možnosti jejího zvyšování prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury.

II. Praktická část

- Charakterizujte vybraný podnik a proveďte analýzu jeho dosavadní finanční výkonnosti se zaměřením na kapitálovou strukturu.
- Na základě teoretických poznatků a zpracované analýzy navrhnete optimální kapitálovou strukturu a vypracujte projekt na zvýšení finanční výkonnosti vybraného podniku.
- Zhodnoťte přínosy a rizika projektu a formulujte závěrečná doporučení.

Závěr

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

Seznam doporučené literatury:

- BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. *Principles of Corporate Finance*. 12th ed. New York: McGraw-Hill Education, 2017, 896 s. ISBN 978-1-259-25333-1.
- KALOUDA, František. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2019, 261 s. ISBN 978-80-7380-756-6.
- KNÁPKOVÁ, Adriana et al. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3. kompl. aktual. vyd. Praha: Grada, 2017, 228 s. ISBN 978-80-271-0563-2.
- MRKVIČKA, Josef a Jiří STROUHAL. *Manažerské finance*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Institut Certifikace účetních, 2014, 331 s. ISBN 978-80-86716-92-3.
- ROSS, Stephen A., Randolf W. WESTERFIELD a Jordan D. BRADFORD. *Fundamentals of Corporate Finance*. 11th ed. New York: McGraw-Hill Education, 2016, 913 s. ISBN 978-0-07-786170-4.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Daniel Remeš, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **6. ledna 2020**
Termín odevzdání diplomové práce: **21. dubna 2020**

L.S.

doc. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitelka ústavu

Ve Zlíně dne 6. ledna 2020

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 12. 6. 2020

Jméno a příjmení: Bc. Olga Karlíková

.....

podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práce je zaměřena na finanční výkonnost podniku a možnosti jejího zvyšování prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury. Východiskem pro řešení tohoto problému bylo jednak nalezení souvislostí mezi finanční výkonností podniku a jeho kapitálovou strukturou, ale také identifikace faktorů, které ovlivňují rozhodování podniku o optimální kapitálové struktuře. Provedeným výzkumem bylo zjištěno, že vybraný podnik je silným ekonomickým subjektem, i přesto však jeho současná kapitálová struktura poskytuje prostor pro optimalizaci a tím zvýšení finanční výkonnosti. V souladu s výsledky provedených analýz a s teoretickými východisky byla navržena vhodná kapitálová struktura, která byla následně podrobena analýzám přínosů a rizik. Výsledkem práce je tak projekt, který poskytuje vybranému podniku návod, jak přistoupit k optimalizaci své kapitálové struktury, a který prokazatelně vede ke zvýšení finanční výkonnosti a tržní hodnoty podniku.

Klíčová slova: finanční výkonnost, optimální kapitálová struktura, náklady kapitálu, ekonomická přidaná hodnota, tržní hodnota

ABSTRACT

The diploma thesis is focused on the financial performance of the company and the possibilities of its improvement through optimization of the capital structure. The starting point for solving of this problem was to find a connection between the financial performance of the company and its capital structure and also to identify various factors that influence a company's decision-making about the optimal capital structure. The research revealed that the selected company is a powerful economic entity, but its current capital structure still provides space for the optimization and improvement of the financial performance. In accordance with the results of the performed analyses and with the theoretical bases a capital structure was proposed. The optimal capital structure was subsequently subjected to analyses of benefits and risks. The result of the work is a project providing an instruction how to proceed the optimization of its capital structure, which will lead to improvement of the financial performance and market value of the selected company.

Keywords: Financial Performance, Optimal Capital Structure, Costs of Capital, Economic Value Added, Market Value

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucímu mé diplomové práce, panu Ing. Danieli Remešovi, PhD. za odborné vedení, praktické rady, vstřícný přístup a čas, který mi věnoval. Mé poděkování patří i managementu a zaměstnancům vybraného podniku za ochotu, a především poskytnuté informace. Velké poděkování patří mé rodině za podporu, toleranci a trpělivost nejen při psaní diplomové práce, ale také v průběhu celého studia.

OBSAH

ÚVOD	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	11
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 FINANČNÍ VÝKONNOST PODNIKU	14
1.1 TRADIČNÍ MODELY MĚŘENÍ VÝKONNOSTI	15
1.1.1 Horizontální a vertikální analýza finančních výkazů	15
1.1.2 Ukazatele finanční analýzy	16
1.2 MODERNÍ MODELY MĚŘENÍ VÝKONNOSTI.....	18
1.2.1 EVA – ekonomická přidaná hodnota	18
1.2.2 MVA – tržní přidaná hodnota	20
1.2.3 EVA entity – nástroj ocenění podniku	21
1.3 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ FINANČNÍ VÝKONNOST PODNIKU	21
2 FINANČNÍ A KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU	23
2.1 ZDROJE FINANCOVÁNÍ PODLE VLASTNICTVÍ	23
2.1.1 Vlastní kapitál a jeho složky	23
2.1.2 Dlouhodobé cizí zdroje a jeho složky	24
2.1.3 Krátkodobé cizí zdroje a jeho složky	24
2.2 ZDROJE FINANCOVÁNÍ PODLE PŮVODU	25
2.2.1 Interní zdroje financování	25
2.2.2 Externí zdroje financování	26
2.3 VÝHODY A NEVÝHODY JEDNOTLIVÝCH FOREM FINANCOVÁNÍ.....	26
3 FAKTORY PŮSOBÍCÍ NA VOLBU KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	28
3.1 NÁKLADY NA KAPITÁL	28
3.1.1 Náklady na cizí kapitál	28
3.1.2 Výše zdanění	29
3.1.3 Náklady na vlastní kapitál	29
3.1.3.1 Model CAPM.....	30
3.1.3.2 Stavebnicový model.....	31
3.1.4 WACC – vážené průměrné náklady kapitálu.....	33
3.1.5 Obchodní a finanční rizika podniku	33
3.1.6 Přírůstkové náklady kapitálu	34
3.1.7 Náklady finanční tísně.....	34
3.2 VELIKOST A STABILITA ZISKU	34
3.2.1 Finanční páka	34
3.2.2 Bod indiference	35
3.2.3 Volatilita tržeb.....	36
3.2.4 Pravidlo přiměřeného úrokového krytí	36
3.3 MAJETKOVÁ STRUKTURA	37
3.4 DIVIDENDOVÁ POLITIKA.....	37
3.5 FINANČNÍ NEZÁVISLOST A SNAHA O UDRŽENÍ KONTROLY	38
4 TEORIE OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	39
4.1 MODELY M-M A KLASICKÁ TEORIE	39
4.1.1 M-M tvrzení I.....	39

4.1.2	M-M tvrzení II.....	40
4.1.3	M-M tvrzení III	40
4.1.4	Klasická teorie.....	40
4.2	KOMPROMISNÍ TEORIE.....	41
4.3	TEORIE HIERARCHICKÉHO POŘÁDKU	42
4.4	STUDIE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY.....	42
5	ZÁVĚR TEORETICKÉ ČÁSTI.....	44
II	PRAKTICKÁ ČÁST	45
6	PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉHO PODNIKU	46
6.1	ZÁKLADNÍ INFORMACE.....	46
6.2	SWOT ANALÝZA	47
6.3	PORTEROVA ANALÝZA PĚTI SIL.....	47
6.4	ANALÝZA ODVĚTVÍ CZ-NACE 25	49
7	ANALÝZA VÝKONNOSTI S VYUŽITÍM TRADIČNÍCH MODELŮ.....	51
7.1	HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA	51
7.1.1	Analýza majetkové struktury	51
7.1.2	Analýza finanční struktury	53
7.1.3	Analýza výnosů.....	54
7.1.4	Analýza nákladů.....	55
7.1.5	Analýza výsledku hospodaření	56
7.1.6	Analýza cash-flow.....	57
7.1.7	Závěr horizontální a vertikální analýzy – úprava výkazů	58
7.2	ČISTÝ PRACOVNÍ KAPITÁL.....	60
7.3	UKAZATELE ZADLUŽENOSTI.....	60
7.4	UKAZATELE LIKVIDITY	62
7.5	UKAZATELE RENTABILITY.....	63
7.6	UKAZATELE AKTIVITY.....	64
7.7	ZÁVĚR TRADIČNÍ FINANČNÍ ANALÝZY	65
8	ANALÝZA VÝKONNOSTI S VYUŽITÍM MODERNÍCH MODELŮ	67
8.1	VÝPOČET ČISTÝCH OPERATIVNÍCH AKTIV (NOA)	67
8.2	VÝPOČET ČISTÉHO OPERATIVNÍHO ZISKU (NOPAT)	70
8.3	VÝPOČET VÁŽENÝCH PRŮMĚRNÝCH NÁKLADŮ KAPITÁLU (WACC).....	72
8.3.1	Náklady na cizí kapitál.....	72
8.3.2	Náklady na vlastní kapitál.....	73
8.3.3	WACC – vážené průměrné náklady kapitálu.....	75
8.4	EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA – EVA.....	76
9	ANALÝZA SOUČASNÉ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODNIKU.....	78
9.1	NÁKLADY NA KAPITÁL PODNIKU	78
9.2	STABILITA ZISKU A TRŽEB PODNIKU	80
9.2.1	Finanční páka	80
9.2.2	Bod indiference	81
9.3	MAJETKOVÁ STRUKTURA PODNIKU	82
9.3.1	Dlouhodobý majetek podniku a zlatá bilanční pravidla.....	82
9.3.2	Krátkodobý majetek podniku a tradiční finanční analýza.....	84

9.4	DIVIDENDOVÁ POLITIKA PODNIKU.....	84
9.5	SNAHA O UDRŽENÍ KONTROLY A FINANČNÍ NEZÁVISLOSTI	85
9.6	OMEZENÍ VYBRANÉHO PODNIKU VĚŘITELI	86
9.6.1	Zadluženost dle věřitelů	86
9.6.2	Úrokové krytí	87
10	ZÁVĚR ANALYTICKÉ ČÁSTI.....	88
11	PROJEKT ZVÝŠENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI OPTIMALIZACÍ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	89
11.1	VÝCHODISKA PRO OPTIMALIZACI KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	89
11.1.1	Pohled banky na cenu cizího kapitálu	90
11.1.2	Optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem dle nabídky banky	92
11.1.3	Tržní hodnota vlastního kapitálu podniku a náklady na kapitál	94
11.2	NÁVRHY OPTIMÁLNÍ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	96
11.2.1	Varianta 0 a 1	99
11.2.2	Varianta 2	100
11.2.3	Varianta 3	100
11.2.4	Varianta 4	102
11.2.5	Varianta 5	104
11.3	VYHODNOCENÍ NÁVRHŮ Z HLEDISKA VLIVU NA VÝKONNOST PODNIKU	106
11.4	VYHODNOCENÍ NÁVRHŮ Z HLEDISKA TEORIÍ OPTIMÁLNÍ KAPITÁL. STRUKTURY	107
11.5	VÝSLEDNÁ VARIANTA OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	108
12	PŘÍNOSY A RIZIKA PROJEKTU.....	110
12.1	PŘÍNOSY PROJEKTU	110
12.1.1	Vliv optimalizace kapitálové struktury na výkonnost podniku.....	110
12.1.2	Vliv optimalizace kapitálové struktury na tržní hodnotu vlastního kapitálu	111
12.1.3	Vliv optimalizace kapitálové struktury na hospodaření podniku.....	112
12.2	FÁZE A AKTIVITY PROJEKTU	114
12.3	ČASOVÁ ANALÝZA PROJEKTU.....	115
12.4	NÁKLADOVÁ ANALÝZA PROJEKTU	116
12.5	RIZIKOVÁ ANALÝZA PROJEKTU	116
12.6	ZÁVĚREČNÁ DOPORUČENÍ	119
	ZÁVĚR	121
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	122
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	125
	SEZNAM OBRÁZKŮ	126
	SEZNAM TABULEK.....	127
	SEZNAM PŘÍLOH.....	130

ÚVOD

Potřeba podniku měřit svou výkonnost je stejně stará, jako potřeba řídit podnikatelskou činnost. Metody a nástroje měření výkonnosti prošly spolu s rozvojem podnikatelského prostředí svým vývojem. Moderní pojetí zvyšování výkonnosti se soustřeďuje na hodnotu podniku a na její růst díky zajištění konkurenceschopnosti podniku. Z uvedeného pojetí vyplývá potřeba řízení a měření výkonnosti napříč všemi podnikovými procesy.

Diplomová práce je zaměřena na možnosti zvyšování finanční výkonnosti podniku prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury. Je tedy spíše cílena na optimalizační proces v rámci finančního řízení podniku než na propojení dalších podnikových oblastí, ke kterým obecně směřují dnešní koncepty zaměřené na zvyšování výkonnosti podniku. Téma je o to zajímavější, že bude aplikováno na podnik, který sice svoji výkonnost dlouhodobě řídí a také pravidelně měří, nicméně bez konkrétního zaměření na kapitálovou strukturu a její optimalizaci. Tato je v podniku do jisté míry opomíjena, resp. řešena pouze v klíčových okamžicích, kdy je rozhodováno o externích zdrojích financování. Kvantifikace dopadu optimální kapitálové struktury do výkonnosti podniku bude jistě zajímavým zjištěním nejen pro management vybraného podniku, který je cílovou skupinou tohoto projektu.

Práce je rozdělena na část teoretickou a praktickou. Teorie nejdříve vymezuje pojem finanční výkonnost podniku a také metody a nástroje jejího měření. Dále jsou identifikovány vztahy mezi finanční výkonností a kapitálovou strukturou. Následuje detailní pohled na finanční a kapitálovou strukturu podniku, a především pak na determinanty, kterými je v rámci podnikové praxe ovlivňována. Zjištěné teoretické poznatky jsou následně přeneseny do praktické části práce a aplikovány na vybraný podnik. Práce si klade za cíl optimalizovat kapitálovou strukturu vybraného podniku a tím zvýšit jeho výkonnost. Za tímto účelem jsou identifikovány nedostatky v současné kapitálové struktuře, zjištěny aktuální potřeby podniku a s využitím teoretických východisek jsou navržena řešení vhodná pro konkrétní podnik. Nalezená výsledná varianta kapitálové struktury je rozpracována do projektu a podrobena analýzám přínosů a rizik. Závěr pak patří formulaci finálního doporučení a zamyšlení nad jeho perspektivou.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Hlavním cílem diplomové práce je zvýšení finanční výkonnosti podniku prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury. Zkoumaným objektem diplomové práce je vybraný podnik, který se řadí do kategorie podniků velkých. Podniky této velikosti obvykle svou výkonnost aktivně řídí a ani vybraný podnik není v této oblasti výjimkou. Nicméně jeho řízení finanční výkonnosti se nezaměřuje nijak konkrétně na kapitálovou strukturu, vzniká zde tedy prostor pro možný výzkum. Cílovou skupinou tohoto projektu je management vybraného podniku a hlavní část výzkumu je také v tomto podniku prováděna. Důležitost projektu je o to vyšší, že management vybraného podniku bude zhruba v ročním časovém horizontu postaven před strategické rozhodnutí o budoucím zdroji externího financování, jak je dále v textu detailněji popsáno. Prostřednictvím této práce bude podniku prokázána významnost vlivu optimální kapitálové struktury na finanční výkonnost podniku. Práce by tak mohla být pro podnik velkým přínosem.

Aby mohlo být dosaženo hlavního cíle, je práce rozdělena na několik dílčích cílů. K naplnění jednotlivých cílů diplomové práce budou postupně využity vybrané metody kvalitativního výzkumu. První dílčí cíl bude realizován prostřednictvím teoretické části práce, kdy je pomocí literární rešerše nalezena souvislost mezi výkonností podniku a optimální kapitálovou strukturou. Jsou popsány faktory, které je třeba při hledání vhodné kapitálové struktury zvažovat a možnosti, jak je využít pro zvýšení podnikové výkonnosti. Základem pro teoretický výzkum je zejména sběr dat z odborných literárních a internetových zdrojů a jejich následná analýza. Dále je využita také metoda syntézy, která umožňuje spojení dílčích částí rozložených analytickou metodou a následné zkoumání jejich vzájemných souvislostí.

Druhého dílčího cíle bude dosaženo prostřednictvím analytické části práce, ve které jsou prostřednictvím metody analýzy identifikovány negativní vlivy působící na současnou finanční výkonnost podniku, a to zejména ty, které jsou ovlivnitelné skladbou kapitálové struktury. Základem výzkumu je tedy opět sběr dat, jedná se především o získávání informací z veřejně dostupných zdrojů, např. ze statistických údajů MPO ČR nebo z účetních závěrek vybraného podniku, ale také informací z interních zdrojů společnosti. Významnou měrou je zapojena i metoda nestandardizovaného rozhovoru. Je jí využito především k získání informací pro relevantní úpravy finančních výkazů vybraného podniku nebo také pro zpracování SWOT analýzy a Porterovy analýzy pěti sil. Metoda nestandardizovaného rozhovoru umožňuje zaznamenat širší souvislosti mezi zkoumanými jevy. K tomu přispějí

zejména rozhovory se zaměstnanci finančního úseku, ale také úseku obchodního, nákupního, investičního, příp. s útvarem údržby strojů a budov. Nepostradatelná pro výzkum je také metoda komparace, jejímž prostřednictvím jsou zejména srovnány výsledky finanční analýzy vybraného podniku s průměrnými hodnotami společností podnikajících ve stejném odvětví.

Spojením závěrů teoretické a analytické části práce budou zformulována východiska pro část projektovou. V ní je hledáno optimum kapitálové struktury se snahou o maximalizaci pozitivního dopadu do podnikové výkonnosti. V projektové části jsou tedy zapojeny jednak všechny výše uvedené metody výzkumu, největší měrou však přispívá k formulaci možných řešení a následného závěru metoda syntézy a dedukce. Pomocí syntézy jsou propojeny závěry jednotlivých zkoumání a je vyčíslen vliv kapitálové struktury na výkonnost podniku. Metoda dedukce neboli odvození jednostranného logického závěru ze znalosti již známých faktů, je použita pro odvození nejvhodnějšího řešení pro vybraný podnik. Projektová část je zakončena verifikací výsledků projektu a jeho konkretizací. Pro rozvržení a zajištění časové a nákladové funkčnosti projektu je využit Ganttův diagram, s jehož pomocí lze účinně řídit jednotlivé fáze projektu. Riziková analýza je zpracována dle metodik, které napomáhají identifikaci a kvantifikaci potenciálních rizik projektu, a také určení alternativních scénářů pro minimalizaci těchto rizik. Závěr práce patří formulaci finálního doporučení pro podnik, čímž bude dosaženo hlavního cíle diplomové práce.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 FINANČNÍ VÝKONNOST PODNIKU

V obecné rovině podnikových financí lze pojem finanční výkonnost chápat jako základní podstatu existence každého podniku. V tomto pojetí závisí výkonnost na míře využití konkurenční výhody, na schopnosti podniku udržet krok s konkurencí. (Fibírová a Šoljaková, 2005, s. 263)

Trvalého růstu jsou schopny pouze ty podniky, které řídí svoji výkonnost a usilují pomocí různých manažerských technik o její trvalé zvyšování. Měřítka výkonnosti podniku prošla svým historickým vývojem. Minulost považovala za nejdůležitější cíl maximalizaci zisku. Tento statický ukazatel se však stal postupem času nedostačujícím, a to především pro chybějící hledisko rizika a času. Měřítka zisku se následně přetransformovala na ukazatele rentability, jejichž nedostatkem stále zůstávalo nezohlednění podnikatelského rizika či rizika z užití cizího kapitálu, resp. likvidity. Dnešní obecný cíl, maximalizace tržní hodnoty podniku, zohledňuje všechna výše uvedená rizika. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 13-14)

Chápání výkonnosti se však liší u vlastníka a u manažera, úplně jiný zájem má zaměstnanec, zákazník, dodavatel, banka či stát. Dle Brealeyho, Myerse a Allena (2017, s. 46), obezřetní a efektivně smýšlející manažeři přijímají pouze taková rozhodnutí, která zvyšují hodnotu majetku akcionářů. Koncept zaměřený na maximalizaci hodnoty podniku totiž jako jediný umožňuje naplňování cílů všech zájmových skupin, tedy shareholderů i stakeholderů. Obecně lze říci, že ziskové bývají ty firmy, které mají spokojené zákazníky, dodavatele a loajální zaměstnance. V případě nespokojenosti některé ze zájmových skupin zisk obvykle klesá, snižuje se cena akcií, a tím tržní hodnota podniku (Brealey, Myers a Allen 2017, s 47).

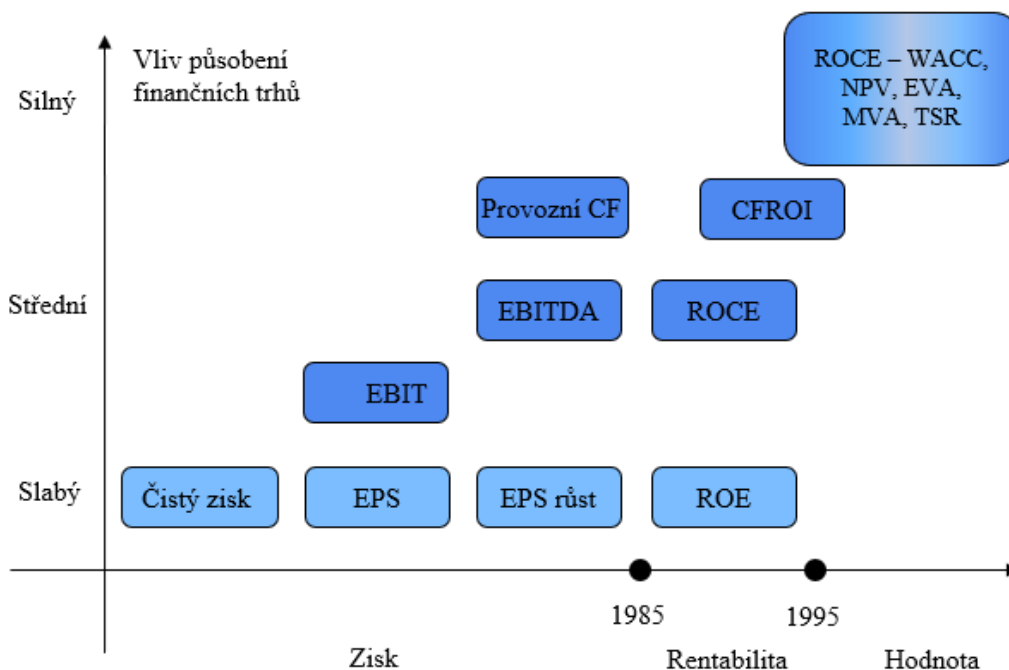
Hodnota podniku je vhodným měřítkem pro měření výkonnosti podniku, neboť k jejímu posouzení jsou nezbytné komplexní informace o podniku. Celý systém řízení a měření výkonnosti podniku tak zahrnuje strategie, procesy, techniky, výkonnostní měřítka i kulturu celého podniku (Pavelková a Knápková, 2009, s. 15)

Jak uvádí Kisel'áková a Šoltés (2017, s. 19), lze podle vícero autorů rozdělit problematiku měření výkonnosti podniků do dvou základních skupin:

Tradiční modely – finanční analýza na bázi účetního zisku;

Moderní modely – založené na bázi ekonomického zisku, které kromě účetních nákladů zohledňují i ekonomické náklady a tržní ukazatele v korelaci s finančním trhem a odrážejí tržní hodnotu podniku.

Dluhošová (2006, s. 16) shrnuje prostřednictvím obr. 1 přístupy a ukazatele měření výkonnosti tak, jak se postupně vyvíjely v čase s rostoucím vlivem finančních trhů a silící konkurrence.



Obr.1: Vývoj finančních ukazatelů výkonnosti podniku (vlastní zpracování dle Dluhošová, 2006, s.16)

1.1 Tradiční modely měření výkonnosti

Synek a kol. (2003, s. 352) uvádí, že jakékoliv finanční rozhodování by mělo být podloženo finanční analýzou. Poskytuje totiž manažerům zpětnou vazbu o úspěšnosti nebo neúspěšnosti jejich minulých rozhodnutí. Výsledky analýzy tak mohou poskytnout cenné informace pro budoucnost podniku. Knápková et al. (2017, s. 17) k tomu dodává, že finanční analýzu potřebují jako zdroj pro své rozhodování také případní investoři, obchodní partneři a státní instituce. Rozdílnost finanční analýzy může spočívat v tom, pro jaký účel je zpracovávána, každá zájmová skupina preferuje jiné informace.

1.1.1 Horizontální a vertikální analýza finančních výkazů

Jak uvádí Knápková et al. (2017, s. 18), základním zdrojem každé analýzy jsou především finanční výkazy podniku, pomocí kterých je provedena tzv. analýza absolutních ukazatelů. Předpokladem pro jejich kvalitní rozbor je znalost obsahu jednotlivých položek a také jejich vzájemné souvztahnosti. Vždy je však třeba mít na zřeteli fakt, že výkazy nemusí zobrazovat ekonomickou realitu podniku, že jsou zpracovány pro účely účetní a daňové. Růčková (2010,

s. 105) k tomu doplňuje, že je nanejvýš vhodné, pro přehlednost a podporu slovních komentářů, vypracovat vertikální a horizontální analýzu jednotlivých výkazů. Vertikální analýza spočívá ve vyjádření jednotlivých položek účetních výkazů jako procentního podílu k jediné zvolené základně položené jako 100 %. Horizontální analýza se zabývá porovnáním změn položek v čase. Vypočítává se jednak absolutní výše změn mezi jednotlivými roky sledovaného období a následně se zpravidla vypočítává meziroční procentní změna. Prostřednictvím rozvahy je tak možné provést analýzu majetkové a finanční struktury, výkaz zisků a ztrát umožňuje provedení analýzy nákladů, výnosů a výsledku hospodaření. Dále je vhodné analýzu doplnit údaji o peněžních tocích, o změnách ve vlastním kapitálu a také informacemi, které poskytuje příloha účetní závěrky. (Kislingerová a kol., 2010, s. 52-53)

1.1.2 Ukazatele finanční analýzy

Základním nástrojem finanční analýzy jsou výpočty ukazatelů. Knápková et al. (2017, s. 69) uvádí, že se jedná o ukazatele rozdílové, které lze získat z rozdílu jakýchkoliv rozvahových (stavových) položek a především ukazatele poměrové, kdy je srovnávaný údaj dáván do poměru s dalším údajem. Dle Kaloudy (2019, s. 60) by se měl analytik zaměřit na tyto oblasti:

Ukazatele rentability – Synek a kol. (2003, s. 361) uvádí, že ukazatele rentability měří čistý výsledek podnikového snažení, ukazují kombinaci vlivu likvidity, aktivity a zadluženosti na zisk podniku. Jejich výsledek je relativní, lze je srovnávat jednak v čase, ale také pro mezi-podnikové srovnání. Mezi základní patří ukazatel rentability tržeb, pomocí kterého je vyjádřena zisková marže podniku; ukazatel rentability celkového kapitálu, který vyjadřuje produkční sílu podniku; ukazatel rentability vlastního kapitálu, díky němuž je zjištěna výnosnost vlastního kapitálu a ukazatel rentability úplatného kapitálu, který měří výnosnost kapitálu nesoucího náklad. Vztahy pro výpočet uvedených ukazatelů jsou následující:

$$\text{rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \quad (1)$$

$$\text{rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \frac{EBIT}{\text{aktiva}} \quad (2)$$

$$\text{rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (3)$$

$$\text{rentabilita úplatného kapitálu (ROCE)} = \frac{EBIT}{\text{vlastní kap.} + \text{úročené cizí zdroje}} \quad (4)$$

Ukazatele zadluženosti – Knápková et al. (2017, s. 87) označuje ukazatele zadluženosti za jakési indikátory rizika, kterými se podnik vyznačuje při dané finanční struktuře. Čím vyšší je zadluženost podniku, tím je vyšší riziko. Na druhou stranu však platí, čím vyšší zadluženost a podíl cizího kapitálu, tím zpravidla vyšší rentabilita. Mezi základní sledované ukazatele zadluženosti patří ukazatel celkové zadluženosti s doporučovanou hodnotou 30 – 60 % a ukazatel míry zadluženosti, který je nazýván také finanční pákou a jehož vývoj je důležitý především v čase. Podle Kaloudy (2019, s. 61) lze doplnkově sledovat další ukazatele dle zájmu analytika, např. podíly krátkodobých či dlouhodobých zdrojů na celkovém kapitálu apod. Vztahy pro výpočet základních ukazatelů zadluženosti jsou následující:

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva}} \quad (5)$$

$$\text{míra zadluženosti} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (6)$$

Ukazatele likvidity – ty jsou podle Růčkové (2010, s. 49) vyjádřením schopnosti podniku hradit včas své závazky. Kislingerová a kol. (2010, s. 103) v této souvislosti doplňuje, že se jedná také o schopnost podniku přeměňovat svá aktiva na peněžní prostředky, aby mohly být tyto závazky včas hrazeny. Nedostatek likvidity vede k tomu, že podnik není schopen využívat ziskové příležitosti, které podnikání nabízí nebo dokonce není schopen hradit své běžné závazky. Podle Knápkové et al. (2017, s. 95) jsou základními ukazateli likvidity běžná likvidita (III. stupně), která udává, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky, doporučená hodnota jejího výsledku je v rozmezí 1,5 – 2,5. Dále pohotová likvidita (II. stupně) s doporučovanou hodnotou výsledku 1,0 – 1,5 a hotovostní likvidita (I. stupně) s doporučovanou hodnotou výsledku 0,2 – 0,5. Vztahy pro výpočet jsou následující:

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (7)$$

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{krátk. pohl.} + \text{krátk. fin. maj.} + \text{krátk. pen. prostř.}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (8)$$

$$\text{hotovostní likvidita} = \frac{\text{krátkodobý fin. majetek} + \text{krátkodobé pen. prostř.}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (9)$$

Ukazatele aktivity – měří vázanost určité složky kapitálu v jednotlivých druzích aktiv nebo pasiv. Jejich výpočet dává podniku odpověď na otázku, jak hospodaří s aktivy nebo s jejich složkami a také jaký vliv má toto hospodaření na výnosnost a likviditu. Tyto ukazatele

mohou být vyjádřeny buď počtem obrátek jednotlivých složek majetku/zdrojů za rok nebo dobou obratu těchto položek vyjádřenou ve dnech. Výsledky ukazatelů jsou často srovnávány v čase a také s konkurenčními firmami. (Růčková, 2010, s. 60). Vztahy pro výpočet nejčastěji využívaných ukazatelů aktivity jsou uvedeny níže:

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} * 360 \quad (10)$$

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{krátkodobé pohledávky}}{\text{tržby}} * 360 \quad (11)$$

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} * 360 \quad (12)$$

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (13)$$

1.2 Moderní modely měření výkonnosti

Jak bylo zmíněno v úvodu práce, v současné době není maximalizace účetního zisku hlavním cílem podniku. Podniky se zaměřují na maximalizaci své hodnoty a na řízení výkonnosti. Za významný ekonomický ukazatel je v této souvislosti považován ekonomický zisk. V rámci problematiky měření a hodnocení výkonnosti podniku na bázi ekonomického zisku je práce dále zaměřena na modely EVA a MVA. Tyto zohledňují pro účely zjištění ekonomického zisku kromě účetních nákladů i náklady ekonomické, působení vlivu finančních trhů a odrážejí tak tržní hodnotu podniku. (Kiselačková a Šoltés, 2017, s. 29)

1.2.1 EVA – ekonomická přidaná hodnota

Jak už bylo předesláno, podstatou tohoto ukazatele je ekonomický zisk, který se značně liší od toho, který je vykazován v účetnictví. Bere totiž v úvahu alternativní náklady, ale také riziko podnikání, když vyčísluje náklady vlastního kapitálu. Ekonomická přidaná hodnota představuje rozdíl mezi tzv. operativním ziskem a náklady na použitý kapitál. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty umožňuje posoudit, zda společnost pro vlastníky vytváří či nevytváří hodnotu. Předpokladem výpočtu EVA je konverze účetního modelu na ekonomický model. Knápková et al. (2017, s. 153) uvádí, že autoři tohoto modelu Stern a Stewart (1991) identifikovali až 164 možných úprav, reálně se však používá pouze několik z nich. Vztah pro výpočet ukazatele má následující tvar:

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (14)$$

kde: EVA – ekonomická přidaná hodnota; NOPAT (net operating profit after taxes) – zisk z hlavní činnosti po zdanění; C – kapitál vázaný v aktivech, která jsou užívána k hlavní činnosti; NOA (net operating assets) – čistá operativní aktiva hodnoceného období; WACC (weighted average costs of capital) – průměrné vážené náklady kapitálu

Jiný způsob vyjádření EVA může být následující:

$$EVA = (RONA - WACC) * C \quad (15)$$

kde: RONA (return of net assets) – rentabilita čistých operativních aktiv; platí, že $RONA = NOPAT / C$

Postup konverze účetního zisku na ekonomický zisk zahrnuje následující kroky:

Úpravy rozvahy na čistá operativní aktiva (NOA + C)

Podle Knápkové et al. (2017, s. 155) je předmětem těchto úprav jednak doplnění položek aktiv, které nejsou v rozvaze uvedeny, i když se jedná o majetek, který slouží k produkci operativního zisku. A naopak vyloučení položek aktiv, které v rozvaze sice uvedeny jsou, ale nepodílí se na produkci operativního zisku. Na závěr je nutné upravená aktiva ještě snížit o pasiva, která nenesou náklad. Dle Šuláka a Zahradníčkové (2012, s. 23), ale také dle Druryho (2004, s. 850) by se měl analytik zaměřit především na tyto položky:

- aktivace nákladů z leasingu a dlouhodobého pronájmu do majetku podniku
- aktivace dalších nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky do majetku podniku
- úprava aktiv o oceňovací rozdíly
- vyloučení neprovozních položek aktiv
- vyloučení neúročeného cizího kapitálu

Úpravy výkazu zisku a ztráty na čistý operativní zisk (NOPAT)

Cílem úprav výkazu zisku a ztráty je zjištění čistého operativního zisku po zdanění (NOPAT). Při úpravách výkazu zisku a ztráty musí být zachován jednak soulad s předcházejícími úpravami rozvahy, ale také správně vypočtena daň. Níže je uveden výčet úprav, tak jak je doporučen Maříkem (2011, s. 289) i Knápkovou (2017, s. 157):

- vyloučení nákladových úroků
- vyloučení mimořádných položek
- úprava položek spojených s aktivací nehmotného majetku

- vyloučení výsledku hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu
- vyloučení výsledku hospodaření z provozně nepotřebných aktiv
- úprava položek spojených s aktivací leasingu a dlouhodobého nájmu
- aktivace odpisů z oceňovacího rozdílu k dlouhodobému hmotnému majetku
- vyloučení finanční výnosů a nákladů spojených s dlouhodobým finančním majetkem
- úprava daně z příjmu a vyčíslení čistého operativního zisku NOPAT

Výpočet vážených průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Pro výpočet EVA je nezbytné znát výši průměrných vážených nákladů kapitálu. K tomu je potřeba určit jednak výši nákladů na cizí kapitál, ale také na ten vlastní. Jednotlivé metody výpočtů jsou popsány v kapitole 3.1.

Tímto krokem jsou zakončeny veškeré úpravy, nyní má analytik k dispozici všechny relevantní údaje, aby mohl vypočítat ukazatel EVA dosazením hodnot do vztahu (14) nebo (15).

1.2.2 MVA – tržní přidaná hodnota

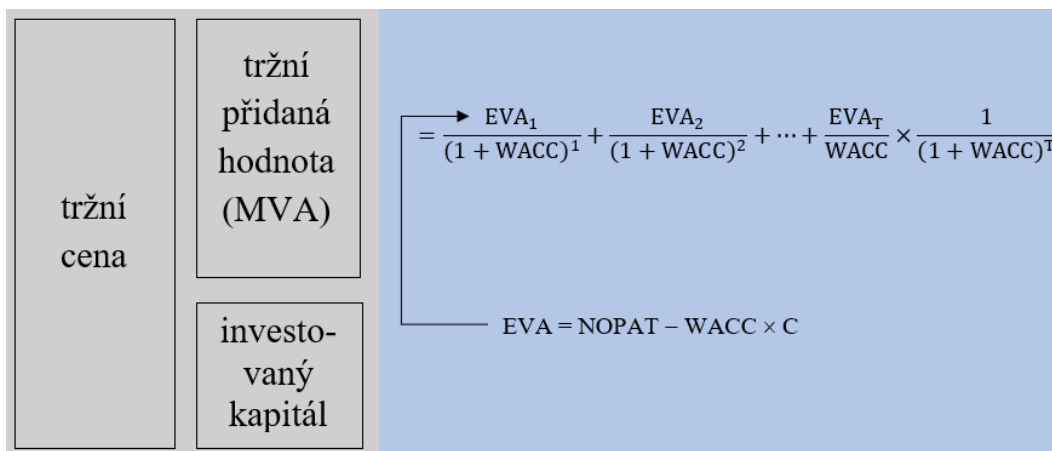
Dalším ukazatelem, kterým je možno měřit výkonnost podniku, je ukazatel MVA – tržní přidaná hodnota. Tento ukazatel měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a kapitálem do podniku investovaným neboli účetní hodnotou vloženého kapitálu. V tomto pojetí je tedy ukazatel vyjádřen následujícím vztahem:

$$MVA = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (16)$$

Jak bylo uvedeno, cílem každého podniku by mělo být zvyšování hodnoty podniku, tedy i zvyšování ukazatele MVA. Z logiky věci vyplývá, že ke zvýšení hodnoty podniku dojde i zvýšením hodnoty investovaného kapitálu. Nicméně ke zvýšení MVA dojde pouze v případě, že výnosnost investovaného kapitálu bude vyšší než náklady na kapitál. MVA může být zvýšeno i prostřednictvím snížení investovaného kapitálu, musí být ovšem zachována tržní hodnota podniku. A třetí možností je zvýšení tržní hodnoty podniku při zachování hodnoty investovaného kapitálu. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 47).

Ukazatel je vhodné použít pro hodnocení výkonnosti u podniků se známou tržní hodnotou a pro hodnocení výkonnosti za celý podnik. Pro určení vlivů jednotlivých podnikových činností na tržní hodnotu podniku je tento ukazatel nevhodný. Ukazatel má však přímou návaznost na ukazatel EVA, pomocí jehož rozkladu lze jednotlivé vnitropodnikové vlivy měřit a řídit. Pomocí vypočtené hodnoty EVA a znalosti vážených průměrných nákladů kapitálu je

tedy možné dopočítat tržní ukazatel MVA. Obr. 2 představuje vztah tržního ukazatele MVA, ekonomického ukazatele EVA a ukazatele zisk NOPAT.



Obr. 2: Vztah ukazatelů EVA, MVA a NOPAT (vlastní zpracování dle Knápková et al., 2017, s. 176)

1.2.3 EVA entity – nástroj ocenění podniku

Z obr. 2 vyplývá, že ukazatel EVA lze ve spojení s ukazatelem MVA využít jako nástroj pro ocenění podniku. Mařík a kol. (2011, s. 296) uvádí, že vztah mezi MVA a EVA lze shrnout tvrzením, že EVA měří úspěch podniku v předcházejícím období, zatímco MVA je pohledem do budoucnosti, odráží tedy očekávání trhu v souvislosti s perspektivou podniku. Jak vyplývá ze vztahu na obr. 2, při výpočtu MVA jsou diskontovány budoucí EVA s využitím průměrných nákladů kapitálu WACC. Součtem hodnoty přidané trhem MVA a investovaného kapitálu C získáme tržní hodnotu podniku. Výsledkem ocenění je hodnota podniku celkem. Pokud by byla cílem výpočtu tržní hodnota vlastního kapitálu, pak je nutné od výsledku odečíst úročené cizí zdroje k okamžiku ocenění.

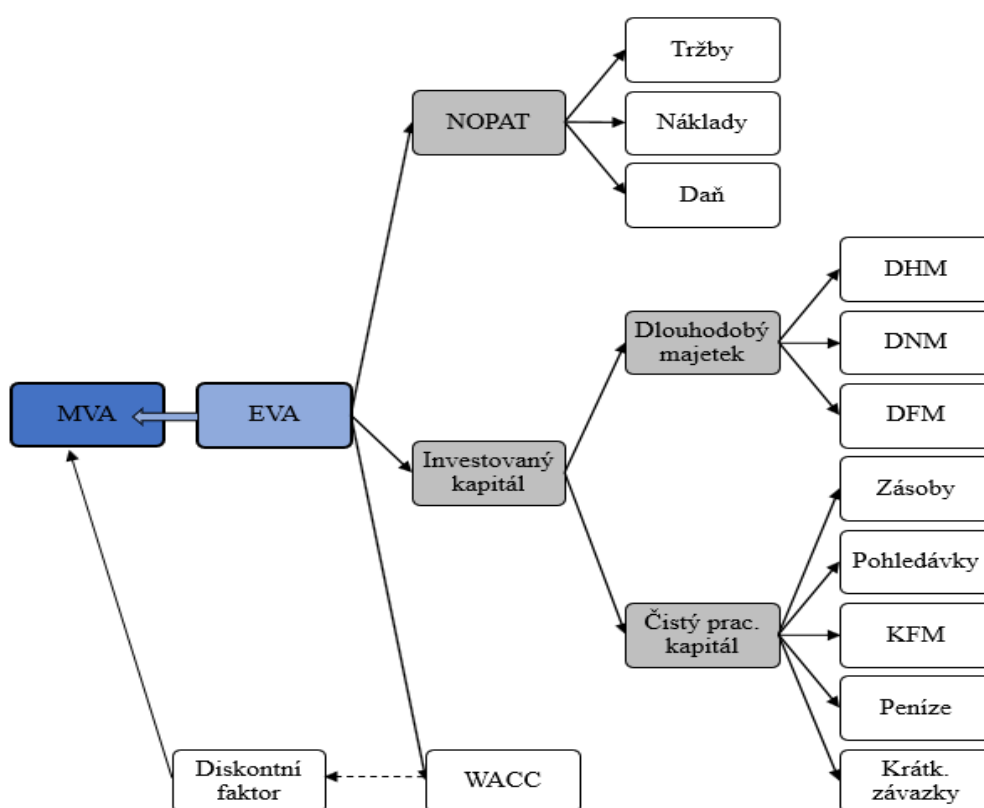
1.3 Faktory ovlivňující finanční výkonnost podniku

Pro dosažení růstu hodnoty podniku je nezbytné identifikovat faktory, které tuto hodnotu ovlivňují. Obr. 3 uvádí přehled faktorů, které mají vliv na růst ekonomické přidané hodnoty EVA, tím také na růst tržní přidané hodnoty MVA a ve svém výsledku i na tržní hodnotu podniku. Pavelková a Knápková (2009, s. 110) k tomu určují tyto cesty:

Zvýšení operativní zisku NOPAT – toho lze dosáhnout buď zvýšením tržeb, která jsou dána objemem a cenou realizovaných prodejů nebo snížením provozních nákladů, které souvisí s efektivním využíváním výrobních faktorů.

Snížení investovaného kapitálu – pokud majetek podniku nevytváří dostatečný objem tržeb, je neefektivně využíván, ovlivňuje negativně provozní zisk a snižuje výkonnost podniku. Vysoký kapitál, který je vyžadován na pokrytí tohoto majetku taktéž působí negativně na EVA. Případné snížení hodnoty celkového kapitálu by tedy mělo pozitivní vliv na výkonnost podniku.

Snížení nákladů na kapitál (WACC) – výše nákladů na kapitál souvisí s kapitálovou strukturou podniku, s poměrem mezi vlastním a cizím kapitálem, s rozdělením cizího kapitálu na dlouhodobou a krátkodobou složku, se zdroji externího financování. Náklady na kapitál jsou ovlivněny rizikovostí odvětví, konkrétního podniku a tržními aspekty.



Obr. 3: Přehled faktorů ovlivňujících EVA a MVA (vlastní zpracování dle Kiseláková a Šoltés, 2017, s.38)

Z výše uvedeného vyplývá, že právě investovaný kapitál a jeho optimální struktura je důležitým aspektem ovlivňujícím výkonnost podniku. Na výkonnost působí hned ze dvou úrovní, jednak prostřednictvím výše investovaného kapitálu, ale také z hlediska nákladů na kapitál. V další části práce je tedy teoreticky vymezena finanční a kapitálová struktura podniku, a především pak faktory, které ovlivňují rozhodování podniků o vhodné kapitálové struktuře.

2 FINANČNÍ A KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU

Kapitálová struktura podniku je charakterizována jako skladba dlouhodobých zdrojů, ze kterých je financován dlouhodobý majetek podniku a trvalá část oběžného majetku. Spolu s krátkodobými zdroji, s jejichž pomocí by měl být financován zase oběžný majetek podniku, tvoří celkovou finanční strukturu podniku, která je kompletně zachycena na pasivní straně rozvahy, jako stav k určitému datu. Finanční struktura je tedy širší pojem než kapitálová struktura. (Valach a kol., 2010, s. 292).

Kislingerová a kol. (2010, s. 318) rozděluje zdroje financování podniku podle jejich vlastnictví – na vlastní a cizí zdroje, podle jejich původu – na interní a externí zdroje. Dalším členěním, které se prolíná oběma předchozími kategoriemi, je časové hledisko členění zdrojů, tedy členění na zdroje krátkodobé (splatné do 1 roku) a zdroje dlouhodobé (splatné nad 1 rok). Z pohledu kapitálové struktury se primárně jedná o dlouhodobou část.

2.1 Zdroje financování podle vlastnictví

Z pohledu účetních výkazů jsou zdroje rozděleny dle vlastnictví na vlastní zdroje, které představují nárok majitele na majetek podniku a cizí zdroje, které představují nárok věřitelů na majetek podniku. Z jiného úhlu pohledu lze říci, že vlastní kapitál je vytvářen vlastní činností a vklady vlastníků, zatímco cizí kapitál poskytnutím prostředků externími věřiteli. (Synek a kol., 2003, s. 55)

2.1.1 Vlastní kapitál a jeho složky

Jílek (2009, s. 28) uvádí, že vlastní kapitál představuje vlastní zdroj krytí aktiv podniku. Dle mezinárodních účetních standardů je definován jako rozdíl mezi aktivy a závazky. Vlastní kapitál získává podnik jednak od vlastníků, jako např. vklady do základního kapitálu a zároveň také svojí vlastní činností, jako např. v případě zisku po zdanění. Dle Štekera a Otrusínové (2016, s. 123) a Strouhala (2016, s. 152) je tvořen těmito základními skupinami:

Základní kapitál – je peněžním vyjádřením všech peněžitých i nepeněžitých vkladů do základního kapitálu podniku. Jeho výše závisí na právní formě, příp. na odvětví, ve kterém obchodní korporace podniká.

Kapitálové fondy – jsou tvořeny položkami jako např. emisní ážio, které vzniká jako rozdíl mezi vyšším emisním kurzem a jmenovitou hodnotou akcie; spadají sem oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků, které vznikají při přecenění některých cenných papírů a

derivátů na reálnou hodnotu; jsou tu evidovány ostatní kapitálové fondy, které nezvyšují základní kapitál podniku; a další méně využívané položky, jako jsou oceňovací rozdíly při přeměnách obchodních korporací a rozdíly z přeměn obchodních korporací.

Fondy tvořené ze zisku – tato položka obsahuje rezervní fondy, které jsou tvořeny ze zisku a slouží ke krytí vytvořených účetních ztrát; dále pak statutární a ostatní fondy, které se vytvářejí ze zisku, jedná se většinou o interní podnikové rozhodnutí vytvářet takový fond (odměny manažerům, příspěvky zaměstnancům atd.); akciovým společnostem od 1.1.2014 zákon o obchodních korporacích tvorbu zákonného rezervního fondu neukládá.

Výsledky hospodaření – je tvořen položkami výsledek hospodaření běžného účetního období, což je dosažený výsledek po zdanění, který ještě není rozdělen; dále je tvořen položkou rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku, která zobrazuje vyplacené zálohy z předchozí položky, tj. z výsledku hospodaření běžného účetního období; dalšími položkami jsou nerozdělený zisk/ztráta minulých let, kde jsou kumulovány nerozdělené výsledky hospodaření a jiný výsledek hospodaření, který zahrnuje rozdíly ze změn účetních metod nebo oprav významných chyb.

2.1.2 Dlouhodobé cizí zdroje a jeho složky

Cizí zdroje představují dluhy, které účetní jednotka nese po určité pevně stanovenou dobu, po jejímž uplynutí má být příslušný závazek uhrazen. (Šteker a Otrusínová, 2016, s. 151) Podle doby splatnosti se cizí zdroje rozdělují na krátkodobé a dlouhodobé, přičemž struktura těchto dlouhodobých je dle Strouhala (2016, s. 163) v rámci finančních výkazů následující:

Rezervy dlouhodobého charakteru – jsou určeny k pokrytí závazků nebo nákladů podniku, jejichž povaha je jasně definována a u nichž je velmi pravděpodobné, že nastanou, ale není jistá buď jejich výše nebo přesný okamžik vzniku.

Dlouhodobé závazky – zahrnuje závazky podniku s dobou splatnosti delší než 1 rok. Zahrnuje dlouhodobé bankovní úvěry, vydané podnikové dluhopisy, leasingové závazky a jiné dlouhodobé závazky.

2.1.3 Krátkodobé cizí zdroje a jeho složky

Bez krátkodobých cizích zdrojů se žádný podnik neobejde. Jak uvádí Šteker a Otrusínová (2016, s. 152), vyplývají z běžné provozní činnosti, typicky se jimi financuje oběžný majetek nebo jiné provozní potřeby. Jako krátkodobé cizí zdroje jsou z pohledu rozvahových položek označovány:

Krátkodobé rezervy – jsou tvořeny za stejným účelem, jako rezervy dlouhodobé, jen se předpokládá jejich splatnost do 1 roku.

Krátkodobé závazky – zahrnují všechny závazky, které musí podnik splatit nejpozději do 1 roku. Patří sem krátkodobé bankovní úvěry, závazky z obchodního styku, nevyplacené mzdy, nezaplacené daně, závazky vůči akcionáři apod.

2.2 Zdroje financování podle původu

Podle Kislingerové a kol. (2010, s. 318) je možné na zdroje financování nahlížet i z jiného úhlu pohledu, a sice z pohledu původu prostředků. Každý podnik potřebuje shromáždit dostatečné množství finančních zdrojů nejen pro svůj rozvoj a případné investiční příležitosti, ale především pro běžný provoz. Navržená struktura financování by měla být přijatelná nejen vzhledem k optimalizaci nákladů na kapitál, ale také k celkové stabilitě podniku.

2.2.1 Interní zdroje financování

Tyto zdroje jsou spjaty s vnitřní činností podniku, financování podniku s využitím tohoto typu zdrojů se nazývá samofinancováním. Jsou označovány také jako zdroje obnovy a přírůstků majetku. Spadá sem zejména:

Nerozdělený zisk – zahrnuje zisk běžného období a zisky minulých let, vždy po zdanění a výplatě dividend. Velikost zisku, jeho stabilita a politika rozdělování jsou významnými faktory, které ovlivňují rozhodování o druhu a výši použitých zdrojů. Zisk je jako zdroj cílen k přírůstkům majetku. Jeho využíváním nedochází ke zvyšování zadluženosti podniku, snižuje se tak riziko podniku plynoucí ze zadlužení. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 189; Kalouda, 2019, s. 94)

Odpisy – jsou ta část hmotného a nehmotného investičního majetku, která je v průběhu jejich životnosti zahrnována do provozních nákladů podniku. Až do doby obnovy investičního majetku jsou odpisy finančním zdrojem využitelným k libovolnému účelu. V bezinflačním prostředí by mohly být považovány za plnohodnotný zdroj pro obnovu stávajícího investičního majetku. (Kalouda, 2019, s. 94)

Odpisy spolu s nerozděleným ziskem jsou obecně považovány za rozhodující zdroj interního financování. Nicméně je třeba zmínit ještě **další interní zdroje**, kterými jsou například rezervní fondy, rezervy, závazky k zaměstnancům uložené v podnikové pokladně, tržby

z prodeje dlouhodobého majetku, snížení zásob, resp. pohledávek. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 94)

2.2.2 Externí zdroje financování

Externí zdroje jsou poskytovány podniku externími subjekty. S ohledem na jejich povahu by měly být určeny především k financování přírůstku majetku, tedy pro dlouhodobé investiční potřeby. Kalouda (2019, s. 96) tvrdí, že se podniková praxe od této zásady často odchyluje. Mezi nejčastější formy externího financování patří:

Vklady vlastníků – akciový kapitál – podíl na vlastním kapitálu podniku. Kalouda (2019, s. 97) uvádí, že v případě financování kmenovými akciemi se jedná o cenné papíry s pohyblivým výnosem, bez pevně stanoveného data splatnosti, je s nimi spojeno hlasovací právo, jejich majitel má právo na likvidační výnos a také předkupní právo na nově emitované akcie. Na rozdíl od toho jsou prioritní akcie cenné papíry s pevným nebo pohyblivým úrokovým výnosem, bez hlasovacího práva, ale s prioritou při výplatě dividend a při výplatě likvidačního zůstatku.

Dluhopisy – finanční instrument bez vlastnického práva, s právem jejich majitele na pevný úrokový výnos, s pevně stanovenou dobou splatnosti, převážně dlouhodobého charakteru. Jílek (2009, s. 321) rozděluje dluhopisy podle bonity emitenta na státní, bankovní, komunální a podnikové, a dále pak dle peněžních toků na kupónové a bezkupónové.

Úvěry od finančních institucí – jedná se o nejrozšířenější formu externího financování. Úvěr je velmi variabilní produkt, ať už z hlediska časového, kdy jsou financovány úvěrem jak dlouhodobé investiční projekty, tak běžné provozní potřeby podniků. Existují jednak varianty úvěrů zajištěné majetkem podniku nebo i varianty nezajištěné (dražší). Z hlediska výnosu může být úročení fixní nebo variabilní. (Kislingerová a kol., 2010, s. 585)

Mimo výše uvedené formy existují i **další formy externího financování**, jako je např. finanční a operativní leasing, dotace a dary, faktoring, forfaiting, franšíza a rizikový (venture) kapitál. Z krátkodobého hlediska se jedná také o možnost financování běžného provozu prostřednictvím závazků k dodavatelům. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 191)

2.3 Výhody a nevýhody jednotlivých forem financování

Rozhodování o formě financování podniku patří k základním otázkám hospodaření každého podniku. Každá forma má samozřejmě své výhody i nevýhody. Financování interním

kapitálem je obecně v podnikové praxi preferovaným zdrojem, neboť nevede k růstu zadlužení podniku a nevede k růstu počtu akcionářů. Na druhou stranu se však jedná o zdroj dražší. (Kalouda, 2019, s. 95)

Co se týká externích zdrojů financování a konkrétně např. emise nových akcií, jedná se o proces časově i nákladově složitý. Nevýhodou pro podnik je, že emisí akcií vstupuje do podniku další akcionář se svým hlasovacím právem a s požadavky na výplatu dividendy. Vzhledem k tomu, že dividenda není daňově odečitatelná položka, je akciový kapitál pro podnik dražší. Velkou výhodou je naopak fakt, že pro podnik v podstatě neexistují pevné závazky k výplatě dividendy, získává tím větším finanční flexibilitu. Navíc podnik nenavysňuje svou zadluženost cizími zdroji, takže se stává stabilnější. Naproti tomu emise dluhopisů a také načerpání úvěru navyšuje cizí zdroje podniku, což je do určitého poměru vlastního a cizího kapitálu pro podnik výhodné. Výplata úroků je pro podnik daňově uznatelným nákladem, z tohoto pohledu je pro podnik financování cizími zdroji levnější. Využitím cizího kapitálu nevznikají podniku závazky k akcionáři, ale pro změnu k dalším věřitelům, kteří ovšem nedisponují žádným hlasovacím a rozhodovacím právem. Co se týká srovnání financování emisí dluhopisů a načerpáním úvěrových zdrojů, emise je sice proces časově i nákladově složitější, nicméně podnik není většinou zatížen takovými závazky jako v případě úvěrové smlouvy. V této oblasti ale samozřejmě záleží na mnoha dalších faktorech. (Smejkal a Rais, 2013, s. 322; Kalouda, 2019, s. 99)

3 FAKTORY PŮSOBÍCÍ NA VOLBU KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

Volba kapitálové struktury je důležitým tématem, neboť bez kapitálu nelze efektivně realizovat podnikové cíle. Jak už bylo v předcházejícím textu zmíněno, hlavním ekonomickým cílem podniku je růst jeho hodnoty. Z ukazatelů výkonnosti podniku vyplývá, že hodnota podniku poroste, pokud budou klesat náklady na kapitál. Situace však v praxi obvykle nebývá tak jednoznačná, na volbu kapitálové struktury působí řada faktorů, které působí často protichůdně. (Mrkvička a Strouhal, 2014, s. 244)

3.1 Náklady na kapitál

Náklady kapitálu jsou pro podnik výdajem, který musí za užívání tohoto kapitálu zaplatit. Z jiného úhlu pohledu je možno je definovat jako míru výnosu požadovanou investory, kteří vkládají prostředky do podniku. A do třetice je možno je vnímat jako minimální výnosnost, které by měl podnik dosahovat u svých nových investic. (Valach a kol., 2010, s. 119)

Smejkal a Rais (2013, s. 320-322) uvádí, že důležitými faktory, které ovlivňují cenu kapitálu, jsou doba splatnosti kapitálu, stupeň rizika a způsob úhrady kapitálu. Vyhodnocením uvedených faktorů je možno kapitál seřadit z hlediska jeho ceny následovně:

Krátkodobý cizí kapitál – je nejlevnější, protože má krátkou dobu splatnosti; riziko věřitele je relativně nejmenší; úrok z cizího kapitálu snižuje základ daně pro výpočet daně z příjmu podniku.

Střednědobý a dlouhodobý cizí kapitál – je dražší, protože má delší dobu splatnosti; riziko věřitele je o něco vyšší; úrok z cizího kapitálu i v tomto případě snižuje základ daně pro výpočet daně z příjmu podniku.

Akciový kapitál (nerozdělený zisk) – je nejdražší, protože jeho splatnost je neomezená; riziko akcionáře je podstatně vyšší než věřitelů; cenu akciového kapitálu zvyšuje i nemožnost zahrnutí dividend do nákladů snižujících základ daně.

Popis výpočtu jednotlivých složek kapitálu vč. vážených průměrných nákladů kapitálu je uveden v následujícím textu.

3.1.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou vlastně úrok, který musí podnik zaplatit svým věřitelům za užívání tohoto kapitálu. Nejčastěji se jedná o různé formy úvěrů, popř. kapitál získaný emisí podnikových dluhopisů. Úrok z dluhu je pro podnik nákladem, tedy nákladovou položkou

snižující základ daně. Je tedy nutné tuto skutečnost zohlednit i při stanovení nákladů dluhu. (Valach a kol., 2010, s. 296)

Náklady na cizí kapitál se vypočítají dle následujícího vztahu:

$$r_d = i * (1 - t) \quad (17)$$

kde: r_d – náklady dluhu;
 i – úroková sazba;
 t – sazba daně ze zisku

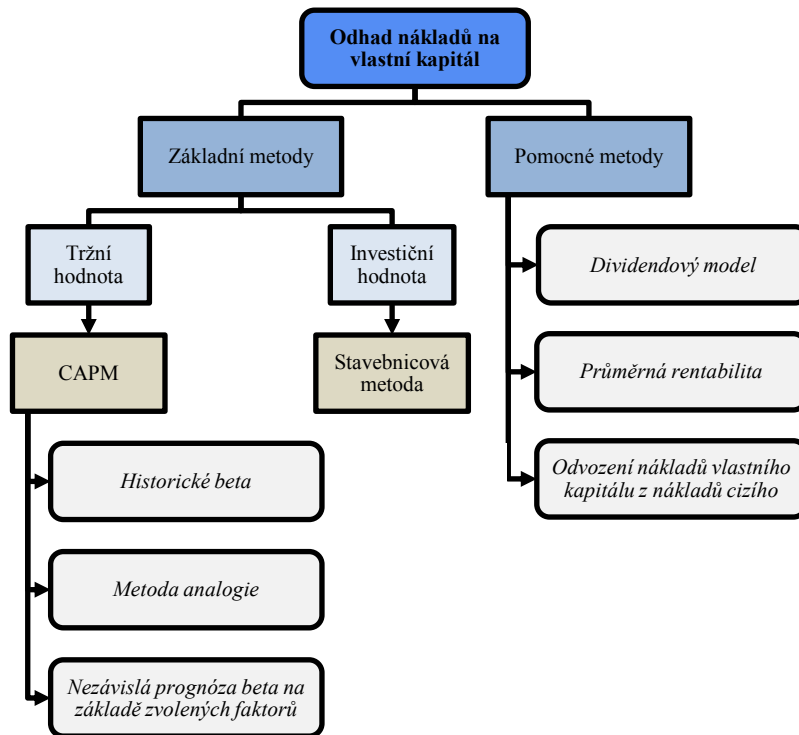
Pokud nejsou analytikovi úrokové sazby podniku známy, je možné vycházet z finančních výkazů podniku. Pro zjištění orientační úrokové sazby je možné použít podíl nákladových úroků a úplatných cizích zdrojů. (Kislingerová a kol., 2010, s. 391)

3.1.2 Výše zdanění

Jak bylo zmíněno výše, pokud má podnik dostatečný zisk, může využít možnosti snížení svého daňového základu pro výpočet daně ze zisku. Nákladové úroky jsou totiž položkou odečitatelnou od základu daně. Zapojováním dalšího cizího kapitálu je tak díky této „zákoně“ úspore nazývané také jako daňový štít, možno zvýšit výnosnost vlastního kapitálu a snížit náklady na celkový kapitál. Pokud však podnik nemá dostatečný zisk, který má být zdaněn, pak se ho využití daňového štítu nijak nedotkne. (Mrkvička a Strouhal, 2014, s. 249)

3.1.3 Náklady na vlastní kapitál

Jak je patrné z obr. 4, pro výpočet nákladů vlastního kapitálu existuje řada metod, které jsou více či méně vhodné pro různé typy společností. Větší část z nich je ve své původní podobě vhodná spíše pro společnosti obchodované na finančním trhu, kdy je známá tržní hodnota jejich akcií. Pak je pro výpočet nákladů na vlastní kapitál důležitá identifikace, jaké akcie společnost emitovala, zda společnost emitovala pouze kmenové akcie nebo i akcie prioritní, od toho se odvíjí postupy dalších výpočtů. Pro společnosti, jejichž akcie nejsou obchodovány na finančních trzích, se jako vhodnější jeví variantní postupy výpočtu nákladů vlastního kapitálu, s využitím informací o výnosových očekáváních investorů s přihlédnutím k možným rizikům. Významnou roli zde hrají oportunitní náklady, kdy lze vzít v úvahu obětovaný výnos z jiné investiční příležitosti se shodnou mírou rizika. (Kislingerová a kol., 2010, s. 385) V dalším textu jsou popsány pouze vybrané metody odhadu nákladů vlastního kapitálu.



Obr. 4: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu (vlastní zpracování dle Mařík a kol., 2011, s.216)

3.1.3.1 Model CAPM

Tento model představuje jeden z modelů teoreticky podložených a v praxi hojně využívaných. Jedná se o matematický model, jehož snahou je nalezení vztahu mezi rizikem a výnosností cenných papírů. Model vychází z tzv. přímky cenných papírů, jeho výpočet je následující:

$$r_e = r_f + \beta_z + * (r_m - r_f) \quad (18)$$

kde: r_f – bezriziková úroková míra, stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů;
 $(r_m - r_f)$ – prémie za systematické riziko nebo také rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu a bezrizikovou mírou výnosu;
 β_z – koeficient vyjadřující relativní rizikovost zadluženého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti, je v něm zohledněna míra zadlužení konkrétního podniku, výpočet vychází z následujícího vztahu:

$$\beta_z = \beta_N * [1 + (1 - t) * \frac{CK}{VK}] \quad (19)$$

kde: β_N – koeficient vyjadřující relativní rizikovost nezadluženého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti; t – daňová sazba ve sledovaných letech;
 $\frac{CK}{VK}$ – poměr cizího a vlastního kapitálu ve sledovaných letech

Koeficient β – vyjadřuje v nezadlužené podobě míru rizika jednotlivého cenného papíru, resp. měří jeho citlivost na celkové tržní pohyby, porovnává změnu výnosu. Udává, jak se změní výnosnost akcie daného podniku, změní-li se výnosnost kapitálového trhu. β i výsledná prémie za riziko se týká pouze systematického rizika, vychází se z toho, že nesystematické riziko je ošetřeno diverzifikací (Mandel a Durčáková, 2016, s. 321).

Možné varianty vývoje hodnot koeficientu β (Kislingerová a kol., 2010, s. 386):

$\beta > 1$	tendencí cenného papíru je pohyb trhu zesilovat
$\beta = 1$	pohyb cenného papíru koreluje s pohybem trhu
$0 < \beta < 1$	tendencí cenného papíru je pohyb trhu zeslabovat
$\beta = 0$	bezrizikový cenný papír
$\beta < 0$	cenný papír se pohybuje proti obecnému pohybu trhu

Při odhadu koeficientu β je možné postupovat podle tří metod (Mařík a kol., 2011, s. 233):

Historická β – vychází z historických dat určitého podniku a předpokládá se, že se příliš nezmění, metoda se v ČR moc nepoužívá;

Metoda analogie – β je v tomto případě převzata od jiných podniků nebo za celé odvětví a předpokládá se, že činnosti podniků jsou si velmi podobné;

Odhadem faktorů působícím na koeficient β – využití v oceňovací praxi USA.

Riziková prémie trhu ($r_m - r_f$) – vyčísluje očekávanou výnosnost cenného papíru s ohledem na jeho riziko s tím, že od této rizikové výnosnosti odečítá výnosnost bezrizikových aktiv. Přímý odhad této premie však podle Maříka (2011, s. 222) není možný, a proto se při stanovování rizikové premie nejčastěji vychází z historických hodnot s tím, že se předpokládá její přiměřená neměnnost.

3.1.3.2 Stavebnicový model

Stavebnicový model výpočtu nákladů podrobněji popsali manželé Neumauerovi (2002) a je využíván pro výpočet nákladů na vlastní kapitál také Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Podle tohoto modelu jsou náklady na vlastní kapitál kvantifikovány jako obětovaná výnosnost, kterou by bylo možné dosáhnout, pokud by bylo investováno do stejně rizikové příležitosti. Konkrétně lze postupovat podle tohoto vzorce:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{FINSTRU} \quad (20)$$

Postup pro určování jednotlivých veličin je následující (MPO ČR, 2020):

r_f – bezriziková výnosová míra – je doporučeno ji stanovit jako výnos 10letých státních dluhopisů

r_{LA} – riziková přírážka za velikost podniku – její stanovení je navázáno na velikost úplatných zdrojů, jako součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů, kdy platí:

- když jsou úplatné zdroje menší nebo rovny 100 mil. Kč, pak $r_{LA} = 5 \%$
- když jsou úplatné zdroje větší nebo rovny 3 mld. Kč, pak $r_{LA} = 0 \%$
- když jsou úplatné zdroje větší než 100 mil. Kč a současně menší než 3 mld. Kč, pak se r_{LA} vypočítá dle vztahu (úplatné zdroje jsou dosazeny v mld. Kč):

$$r_{LA} = \frac{(3 - \text{úplatné zdroje})^2}{168,2} \quad (21)$$

Metodika MPO ČR dále doporučuje nejít s dolní hranicí pod 50 mil. Kč a s horní hranicí nad 10 mld. Kč.

r_{POD} – riziková přírážka za podnikatelské riziko – je vyžadováno splnění určitých podmínek síly podniku pro práci s cizím kapitálem. Stanovuje se porovnáním ukazatele produkční síly podniku ROA s vypočtenou hodnotou $X1$ dle vztahu:

$$X1 = \frac{\text{úplatné zdroje}}{\text{aktiva}} * \text{úroková míra úplatných zdrojů} \quad (22)$$

- když je hodnota ukazatele ROA větší než $X1$, pak r_{POD} je na úrovni min. rizika odvětví
- když je hodnota ukazatele ROA menší než 0, pak $r_{POD} = 10 \%$
- jinak lze pro výpočet r_{POD} použít funkci:

$$\frac{(X1 - \frac{EBIT}{aktiva})^2}{X1^2} * 0,1 \quad (23)$$

$r_{FINSTAB}$ – riziková přírážka za finanční stabilitu – je navázána na likviditu III. stupně – L3, posuzuje vztah životnosti aktiv se zdroji jejich krytí. Platí:

- když je L3 menší nebo rovno $XL1$, pak $r_{FINSTAB} = 10 \%$
- když je L3 větší nebo rovno $XL2$, pak $r_{FINSTAB} = 0\%$
- když je L3 větší než $XL1$ a menší než $XL2$, pak se pro výpočet použije vztah:

$$\frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} * 0,1 \quad (24)$$

$XL1$ a $XL2$ jsou stanoveny pro každé odvětví. Je zohledňována i finanční síla podniku, velikost aktiv a další faktory, které naznačují, kdy si podnik může dovolit nižší likviditu (silná

mateřská společnost). Je doporučeno hodnotu XL1 ponechat větší nebo rovnu 1, a hodnotu XL2 menší nebo rovnu 2,5. U podniků s aktivy do 10 mld. Kč nedělat žádnou korekci rizikové přírážky za likviditu, a u podniků s aktivy nad 50 mld. Kč modifikovat maximálním koeficientem $1 > K \geq 0,2$.

$r_{FINSTRU}$ – riziková přírážka za finanční strukturu – míru této přírážky lze získat jako rozdíl průměrných vážených nákladů kapitálu a nákladů na vlastní kapitál, platí tedy:

$$r_{FINSTRU} = WACC - r_e \quad (25)$$

- když $r_e = WACC$, pak $r_{FINSTRU} = 0 \%$
- když z výpočtu vychází $r_{FINSTRU} > 10 \%$, pak se hodnota omezí na 10%

I v tomto případě musí být hodnota přírážky zvažována individuálně. Problémem by mohla být extrémní hodnota úrokové míry, pak je doporučeno omezení $0 \leq i \leq 25 \%$. Popř. extrémní hodnota daňového zatížení a pak je doporučeno $0 \leq \text{čistý zisk} / \text{EBIT} \leq 100 \%$. Pokud by hodnota r_e byla nižší než WACC, pak je doporučeno použít $r_e = WACC$.

3.1.4 WACC – vážené průměrné náklady kapitálu

Jakmile je vypočtena sazba nákladů na cizí kapitál a také sazba nákladů na vlastní kapitál, je možno přistoupit k výpočtu vážených průměrných nákladů kapitálu. Vzorec pro výpočet WACC je následující:

$$WACC = N_{CK} * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C} \quad (26)$$

kde: WACC – vážené průměrné náklady kapitálu; CK – hodnota úročeného cizího kapitálu; VK – hodnota vlastního kapitálu; C – hodnota celkového kapitálu; $N_{CK} = i * (1 - t)$; N_{VK} – náklady na vlastní kapitál

3.1.5 Obchodní a finanční rizika podniku

Dle Rosse, Westerfielda a Jordana (2016, s. 545) má celkové systematické riziko vlastního kapitálu podniku dvě části – obchodní a finanční riziko. Obchodní riziko závisí na provozních aktivitách firmy, není ovlivněno strukturou kapitálu, zatímco finanční rizika jsou zcela určena finanční politikou. Náklady na vlastní kapitál se zvyšují s rostoucí zadlužeností, protože se zvyšuje finanční riziko, zatímco obchodní riziko zůstává stejné.

3.1.6 Přírůstkové náklady kapitálu

V souvislosti s náklady na kapitál je třeba zmínit i další pohled spojený s případnou změnou kapitálové struktury. V případě, že podnik navyšuje svůj kapitál, zvyšují se i související náklady. Např. další akciový kapitál přináší vyšší emisní náklady, popř. s každou další žádostí o úvěr může banka navyšovat úrokové sazby apod. Tento typ nákladů je někdy označován jako mezní náklady kapitálu. (Drury, 2004, s. 39)

3.1.7 Náklady finanční tísně

Náklady finanční tísně vznikají podniku při zvyšujícím se zadlužení. Do finanční tísně se může podnik dostat, jakmile přestane dodržovat své závazky vůči věřitelům. V určitých situacích by se mohla tíseň prohlubovat, až by nakonec vedla k úpadku firmy. Do nákladů finanční tísně jsou zahrnovány přímé i nepřímé náklady možného úpadku, jako např. právní poplatky, zvýšené úroky požadované věřiteli, snížený zájem o produkci podniku apod. Dále je možno sem zahrnout náklady vyplývající z případných konfliktů zájmů, které jsou prezentovány rozdílnými zájmy manažerů, vlastníků, investorů a věřitelů. Kvantifikace nákladů finanční tísně je obtížná, nicméně úvahy o tomto typu nákladů ovlivňují teoretické pohledy na náklady na kapitál prostřednictvím klasické teorie „u-křivky“. (Ross, Westerfield a Jordan, 2016, s. 551)

3.2 Velikost a stabilita zisku

Obecně platí, čím vyšší a stabilnější je perspektiva dosahování tržeb a zisku, tím vyšší podíl cizího kapitálu si může podnik dovolit. V této souvislosti může podnik v rozumné míře dokonce využít vyššího zapojení cizího kapitálu ke zvýšení rentability vlastního kapitálu, tzn. využít pozitivního vlivu finanční páky, příp. vyčíslit bod indiference. (Kislingerová a kol., 2010, s. 393)

3.2.1 Finanční páka

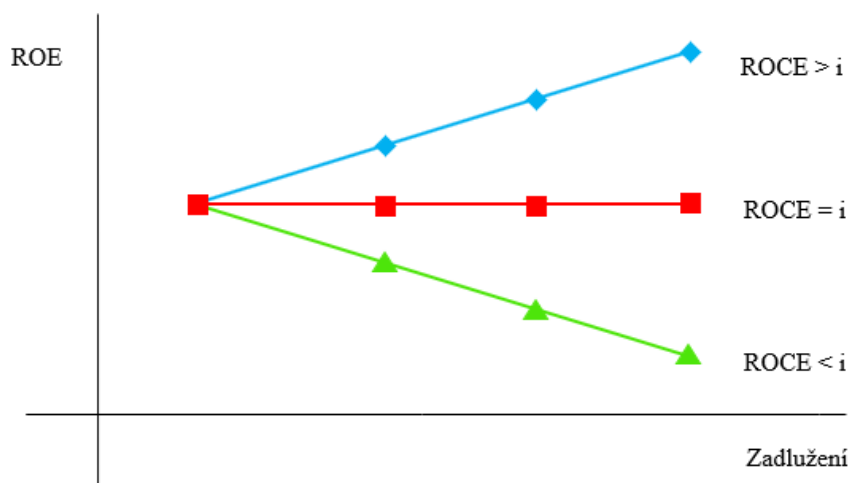
Rentabilita vlastního kapitálu je přímo úměrná poměru úročeného cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu, tj. finanční páce. Toto tvrzení lze zapsat rovnicí:

$$ROE = \left[ROCE + \frac{CK}{VK} * (ROCE - i) \right] * (1 - t) \quad (27)$$

kde: ROE – rentabilita vlastního kapitálu; ROCE – rentabilita vloženého úplatného kapitálu v podobě EBIT/úplatný kapitál; i – úroková míra cizích zdrojů; t – daňová sazba

Finanční páka tedy prostřednictvím působení daňového štítu při zapojení cizího kapitálu zvyšuje míru výnosnosti vlastního kapitálu. Ovšem pouze za předpokladu, že míra výnosnosti vloženého kapitálu je vyšší než úroková míra z cizího kapitálu. Pokud je naopak míra výnosnosti vloženého kapitálu nižší než úroková míra cizích zdrojů, pak hovoříme o negativním působení finanční páky. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 185)

Tato tvrzení jsou graficky znázorněna v obr. 5.



Obr. 5: Závislost vývoje rentability vlastního kapitálu na rentabilitě úplatného kapitálu a úrokové míře cizích zdrojů při různé zadluženosti (vlastní zpracování dle Knápková et al, 2017, s. 124)

3.2.2 Bod indiference

Mrkvička a Strouhal (2014, s. 254) uvádí, že bod indiference kapitálové struktury představuje takovou výši zisku podniku před úroky a zdaněním (EBIT), při níž je výnosnost vlastního kapitálu (ROE) stejná, ať už je podnik financován vlastním nebo cizím kapitálem. Od tohoto bodu roste ROE rychleji v případě, pokud podnik používá pro financování i cizí kapitál. Na obr. 6 jsou zobrazeny dvě varianty financování:

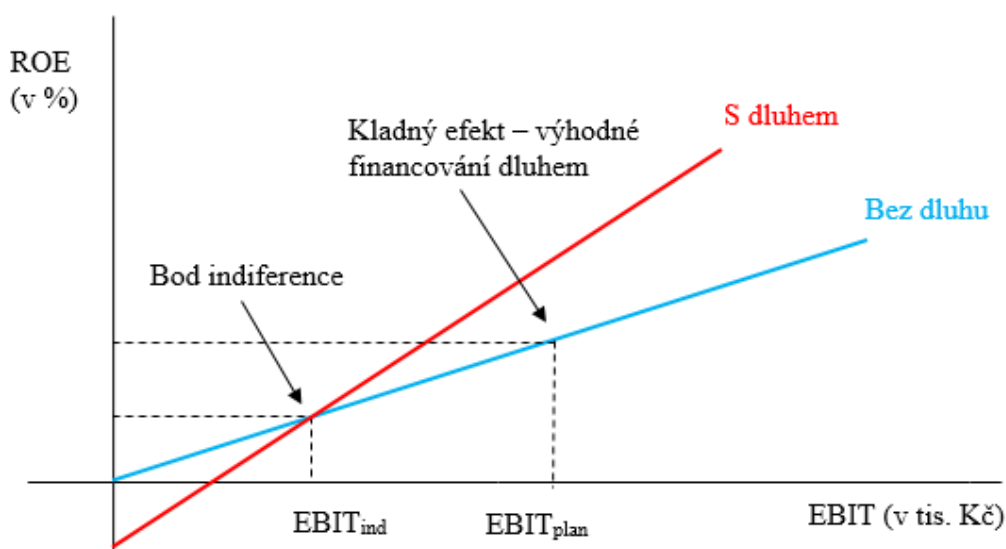
Bez dluhu – pokud je podnik financován pouze vlastním kapitálem, je první člen v rovnici nulový a rovnice má tvar:

$$ROE = \frac{1 - t}{VK} * EBIT \quad (28)$$

S dluhem – pokud používá podnik k financování kromě vlastního kapitálu také kapitál cizí, je počátek přímky na ose y a zbytek rovnice má tvar:

$$\frac{(-r_d * CK * (1 - t))}{VK} \quad (29)$$

kde: ROE – rentabilita vlastního kapitálu; t – daňová sazba; EBIT – zisk před úroky a zdaněním; r_d – úroková sazba cizích zdrojů, VK – vlastní kapitál; CK – cizí kapitál



Obr. 6: Bod indifference kapitálové struktury (vlastní zpracování dle Kislingerová a kol., 2010, s. 396)

3.2.3 Volatilita tržeb

Se stabilním ziskem jsou spojeny tržby podniku. Ty by dle tohoto pravidla měly být co nejvíce stabilní. Pokud by totiž došlo k jejich kolísání, byly by výkyvy EBIT a následně také ROE při použití cizího kapitálu výraznější než při variantě financování s převahou vlastního kapitálu. Jak bylo uvedeno v textu výše, finanční páka působí v zadlužené variantě silněji kladným směrem. Toto působení však funguje i v opačném směru, při poklesu tržeb by byl propad EBIT i ROE mnohem vyšší. Využití zadlužené varianty kapitálové struktury lze tedy doporučit spíše podnikům se stabilními tržbami a zisky. V případě kolísavých výsledků je lépe volit méně zadluženou variantu. (Kislingerová a kol., 2010, s. 401)

3.2.4 Pravidlo přiměřeného úrokového krytí

Využívání cizích úročených zdrojů je pro podnik za určitých okolností výhodnější, pokud však dosažený zisk před odečtením nákladových úroků a daní (EBIT) převyšuje zhruba 8krát hodnotu nákladových úroků. Dle odborné literatury je akceptovatelná i hodnota 4krát, ovšem hodnoty nižší už by mohly naznačovat problém. (Kislingerová a kol., 2010, s. 397)

Vztah pro výpočet úrokového krytí je následující:

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} \quad (30)$$

3.3 Majetková struktura

Kapitál využívaný pro financování majetku podniku by měl svou časovou strukturou kopírovat likviditu jednotlivých složek majetku. Dlouhodobý kapitál je dražší než ten krátkodobý, proto příliš vysoký podíl dlouhodobých zdrojů snižuje celkovou efektivnost činnosti podniku. Naopak vysoký podíl krátkodobých zdrojů je riskantní a mohl by přivést podnik až k platební neschopnosti. V návaznosti na uvedenou problematiku vznikla řada obecných doporučení, která jsou nazývána „bilančními pravidly.“ (Valach a kol., 2010, s 317)

Kislingerová a kol. (2010, s. 403) k bilančním pravidlům dodává, že je nelze brát jako dogma, tato pravidla by měla být chápána spíše jako doporučení, na které oblasti se zaměřit.

Zlaté bilanční pravidlo financování – řeší výše zmiňovanou potřebu časového souladu mezi majetkem a zdroji, kterými je tento majetek financován. Je tím myšleno, aby oběžná aktiva byla kryta krátkodobými zdroji, dlouhodobá aktiva a trvale přítomná oběžná aktiva by měla být financována dlouhodobými zdroji (vlastními i cizími).

Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika – řeší poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. Doporučuje max. poměr 1:1 s tím, že záleží na oboru, v němž firma podniká. Pravidlo vychází z předpokladu jakési jistoty v podobě vlastního kapitálu, a sice že se podnik v horších časech nedostane tak lehce do existenčních problémů, má-li dostatek vlastního kapitálu.

Zlaté bilanční pari pravidlo – dle tohoto pravidla by měla v podniku existovat převaha vlastních zdrojů v rámci celkových dlouhodobých zdrojů. Je doporučeno vlastním kapitálem pokrýt hodnotu typických aktiv, tím je myšleno strojů a zařízení specifických pro konkrétní podnik. Budovy a pozemky je díky své lehčí obchodovatelnosti možné krýt i dlouhodobým cizím kapitálem.

Zlaté bilanční poměrové pravidlo – je zaměřeno na vztah mezi vývojem investic a tržeb podniku. Vysoké investice by mohly podnik v budoucnu zatěžovat z hlediska rentability, nevyužité kapacity nebo působit problémy s likviditou. (Mrkvička a Strouhal, 2014, s. 256)

3.4 Dividendová politika

Dividendovou politikou je myšlen podíl mezi vyplacným a zadrženým ziskem podniku (dividendový výplatní poměr) a očekávaný vývoj tohoto podílu v budoucnosti.

Vztah pro výpočet dividendového výplatního poměru je následující:

$$\frac{\Sigma \text{vyplacených dividend}}{\text{čistý zisk}} \quad (31)$$

V praxi se lze setkat s těmito základními přístupy k dividendové politice:

Stabilní dividendová politika – označovaná také jako politika stabilizace/vyhlazování dividend. Tento typ politiky je založen na několika základních principech, a sice že výše dividendy v běžném roce by neměla být nižší než výše dividendy v předchozím roce, dále by měl podnik sledovat z dlouhodobého hlediska danou výši výplatního poměru, kterou by neměl překračovat, a nakonec by se měla plánovaná výše dividendy v čase zvyšovat, což je považováno za dobrý signál o prosperitě podniku. Stabilní dividendová politika je vlastní renomovaným podnikům s vyšším počtem akcionářů. (Kislingerová a kol., 2010, s. 410)

Pasivní reziduální dividendová politika – při tomto druhu politiky podnik využívá vygenerovaný zisk přednostně k financování svých investičních potřeb, až ze zbývajících zisku vyplácí dividendy. Je praktikována v malých společnostech s nízkým počtem akcionářů (Karlouha, 2019, s. 196)

Politika stálého dividendového podílu – dividendy je vyplácena v závislosti na vývoji čistého zisku, její výše tedy může kolísat. Historicky nejstarší druh politiky, dnes využívaná omezeně, protože nedává podniku manévrovací prostor. (Mrkvička a Strouhal, 2014, s. 243)

3.5 Finanční nezávislost a snaha o udržení kontroly

Podle Mrkvičky a Strouhala (2014, s. 257) usilují vlastníci i manažeři o udržení kontroly nad činností podniku, čehož se dá přirozeně dosáhnout vyšším podílem vlastního kapitálu na celkovém kapitálu nebo v případě financování cizím kapitálem, zajištěním platební schopnosti, aby věřitelé nemohli do činnosti podniku zasahovat. To se týká zejména bankovních věřitelů, kdy při neschopnosti podniku splácet úvěry zajištěné majetkem, vzniká riziko, že věřitel získá kontrolu nad činností podniku. Na druhou stranu by měl podnik zvažovat i schopnost si včas opatřit finanční prostředky pro případ, že se objeví investiční příležitost, což mu zajišťuje finanční volnost. V kontextu obou požadavků jde tedy především o zajištění likvidnosti majetkové struktury a preferenci vnitřních zdrojů financování, až následně využití úvěrů, dluhopisů a případně emise akcií. Doporučovanou hierarchií při volbě kapitálové struktury se zabývají i teorie optimální kapitálové struktury.

4 TEORIE OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

Za optimální kapitálovou strukturu se tedy obvykle považuje takové složení kapitálu korporace, při kterém jsou náklady na jeho pořízení minimální. (Mrkvička a Strouhal, 2014, s. 252). Tato definice je brána spíše jako východisko pro hledání optimální kapitálové struktury, neboť jak bylo popsáno v předcházející kapitole, do rozhodování vstupuje ještě řada dalších faktorů. Názory na optimální kapitálovou strukturu vyústily do několika ucelených teorií. Podle Kislíngerové a kol. (2007, s. 416) je lze obecně rozdělit na:

Statické teorie – primárně vychází z obecné ekonomie, která je následně aplikována na konkrétní podnik či problém. Cílem těchto teorií je zamyšlení, zda existuje rovnovážný stav podniku mezi tržní hodnotou a zvolenou kapitálovou strukturou. Závěry těchto teorií se však různí. Patří sem např. teorie M-M, klasická teorie a kompromisní teorie.

Dynamické teorie – východiskem pro tento typ teorií je názor, že optimální kapitálová struktura neexistuje. Přílišné zobecňování návodů pro hledání optimální kapitálové struktury a snaha o kvantifikaci vlivu kapitálové struktury na hodnotu podniku jsou do jisté míry zavádějící. Každý podnik je natolik specifickým organismem, že nelze obecné přístupy přenášet na jiné podniky. Do tohoto typu teorií patří např. teorie hierarchického pořádku. V následující části práce budou některé teorie podrobněji popsány.

4.1 Modely M-M a klasická teorie

Jak už bylo zmíněno, tento model patří mezi statické teorie. Vznikl v roce 1958 a jeho autory jsou Franco Modigliani a Merton Miller. Oba ekonomové získali za svou práci Nobelovu cenu. Tento model vychází ze tří základních tvrzení, ke kterým se vztahují určité předpoklady, při jejichž splnění jsou tvrzení platná.

4.1.1 M-M tvrzení I

Tvrzení M-M I vychází z předpokladu, že existuje dokonalý kapitálový trh, tzn. neexistují transakční náklady na koupi a prodej cenných papírů, žádný investor nemá převažující vliv na cenu cenného papíru, existuje informační symetrie a všichni investoři si mohou půjčovat finanční prostředky za stejných podmínek. Dále teorie předpokládá, že neexistuje zdanění zisku, ani náklady úpadku a všichni investoři očekávají stejnou výši zisku před zdaněním a úroky (Valach a kol., 2010, s. 323)

Na základě těchto předpokladů vytvořili Modigliani a Miller závěr, že s rostoucím zadlužením zůstávají náklady dluhu stejné. Rostou náklady vlastního kapitálu, ale díky neměnným nákladům dluhu zůstávají průměrné náklady kapitálu stejné. Jelikož se nemění průměrné náklady kapitálu, nemění se ani tržní hodnota firmy. Teorie M-M I tedy říká, že průměrné náklady kapitálu a tržní hodnota podniku jsou za určitých podmínek nezávislé na kapitálové struktuře. (Kislingerová a kol., 2010, s. 417)

4.1.2 M-M tvrzení II

Tvrzení M-M II vzniklo na základě uznání vlivu daní na dluh podniku. Předpokladem tvrzení tedy je, že úroky z dluhu nepůsobí na podnik ve své plné výši, ale snížené právě o vliv daní. Náklady finanční tísně dle tohoto tvrzení stále neexistují. Za uvedených předpokladů tedy platí, že průměrné náklady na kapitál se stupněm zadlužení klesají a tržní hodnota firmy roste. Touto optikou je tedy považováno za nejvhodnější využití co nejvyššího podílu dluhu na celkovém kapitálu podniku. (Valach a kol., 2010, s. 323)

4.1.3 M-M tvrzení III

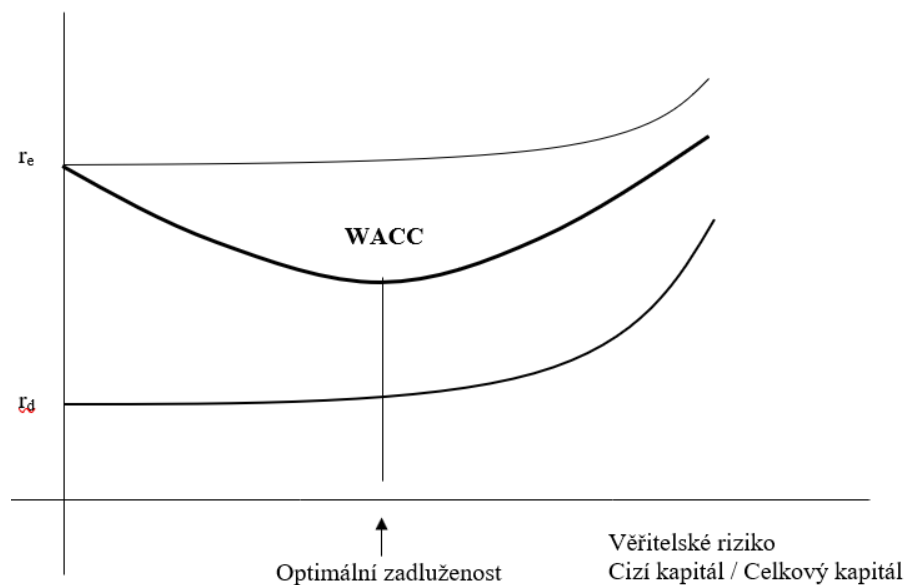
Tvrzení M-M III navazuje na dvě předcházející teorie, navíc předpokládá náklady finanční tísně, které od určité míry zadlužení zvyšují náklady dluhu. Efekty úrokového daňového štítu jsou vznikem těchto nákladů pohlcovány. Rostou tedy náklady dluhu, to zvyšuje finanční riziko a dochází ke zvyšování nákladů na vlastní kapitál. Výsledkem je růst celkových průměrných nákladů na kapitál.

Toto tvrzení platí za určitých předpokladů, a sice že existují dokonalé kapitálové trhy, podniky jsou financovány pouze akciemi a obligacemi, všichni investoři očekávají stejnou výši zisku a jejich rizikovosti. Dluh a úroková míra nejsou považovány za rizikové, nepočítá se s náklady úpadku a všechny peněžní toky budou v budoucnu konstantními zisky. (Kislingerová a kol., 2010, s. 418)

4.1.4 Klasická teorie

Závěry M-M teorií vyústily do klasické teorie tzv. „u-křivky“ a to pouze s rozdílem, že klasická teorie odmítá, na rozdíl od M-M teorie, dokonalost kapitálových trhů při zachování ostatních předpokladů. V úvahu je tedy brán vliv úrokového daňového štítu a nákladů finanční tísně. Za optimální je považována taková kapitálová struktura, při níž jsou minimalizovány průměrné náklady kapitálu. Optimální poměr mezi cizím a vlastním kapitálem pak může být nalezen pomocí „u-křivky“ znázorňující průběh průměrných nákladů kapitálu, kdy

v jejím minimu jsou náklady na kapitál nejnižší, tím pádem kapitálová struktura podniku optimální a za jinak neměnných předpokladů je tržní hodnota firmy v tomto bodě maximální. I když je tato teorie v praxi nejčastěji využívanou teorií, potýká se také se svými úzkými místy. Je jí především vyčítáno, že na volbu kapitálové struktury působí řada jiných faktorů, které nejsou do této teorie nijak zakomponovány. (Synek a kol., 2003, s. 53).



Obr. 7: Optimální zadluženost a vývoj nákladů na kapitál (vlastní zpracování dle Mrkvička a Strouhal, 2014, s. 252)

4.2 Kompromisní teorie

Kompromisní teorie (v anglické literatuře označovaná jako Trade-Off Theory) klade taktéž důraz na úrokové daňové štíty a náklady finanční tísně. Podle této teorie by firma měla zvyšovat své zadlužení, dokud současná hodnota daňových štítů není kompenzována současnou hodnotou nákladů finanční nouze. Je tedy založena na stejných principech jako teorie klasická, za optimální je považováno takové složení kapitálu, při němž daňový štít převyšuje co nejvíce náklady finanční tísně. Na druhou stranu je však podle kompromisní teorie kladen důraz na výši zisku a charakter hmotných aktiv. Podniky s vysokou ziskovostí a s bezpečnými hmotnými aktivy by měly cílit na vyšší dluhové zatížení, naopak podniky neziskové s rizikovými nehmotnými aktivy by se měly spoléhat na vlastní zdroje a akciové financování. (Valach a kol, 2010, s. 331)

Tato teorie tak úspěšně vysvětluje rozdíly mezi kapitálovou strukturou v různých odvětvích průmyslu, ale bohužel nevysvětluje, proč nejziskovější firmy v jednom odvětví mají obvykle

velmi konzervativní kapitálovou strukturu. Vždyť dle kompromisní teorie by právě ziskovost měla znamenat vysokou dluhovou kapacitu a snahu využít daňové pobídky pro využití této kapacity. (Brealey, Myers a Allen, 2017, s. 567)

4.3 Teorie hierarchického pořádku

Konkurenční teorie, a sice dynamická teorie hierarchického pořádku (v anglické literatuře označovaná jako Pecking Order Theory), vychází dle Brealeyho, Myerse a Allena (2017, s. 560) ze stavu asymetrické informace, tedy z faktu, že manažeři vědí o vyhlídkách, rizicích a hodnotě společností více než investoři zvenku. A právě tato asymetrie ovlivňuje volbu mezi interním a externím financováním. Výsledkem je hierarchický pořádek, podle kterého podniky financují své investice prioritně z interních zdrojů, především ze zadrženého zisku při stabilní dividendové politice. Až následně přichází na řadu využití externích dlouhodobých úvěrů a emisí dlouhodobých dluhopisů. Emise akcií je až posledním opatřením, když se podnik blíží k hranici své dluhové kapacity a hrozí mu finanční nouze. Dle Valacha (2010, s. 331) je zmíněné pořadí dáno tím, že pro podnik je nejjednodušší financování investičních potřeb zadrženým ziskem, nemusí totiž přijít do kontaktu s externím investorem a kapitálovým trhem, nevzniknou mu tedy emisní náklady. Emise akcií je z pohledu této teorie považována za nevýhodnou, neboť je spojena právě s emisními náklady a s tlakem na snížení cen současných akcií.

Na základě této teorie lze tedy předpokládat, že podniky s malými investičními příležitostmi a volnými peněžními prostředky jsou ve výsledku méně zadluženy než ty, které mají větší investiční příležitosti a nízkou úroveň volných peněžních zdrojů. (Ross, Westerfield a Jordan, 2016, s. 559)

4.4 Studie kapitálové struktury

Téma kapitálové struktury je řešeno v rámci mnoha výzkumů a empirických studií. Mnoho je jich zpracováno na vzorku veřejně obchodovaných podniků, ale existují i takové, které jsou zaměřeny na podniky neobchodované, příp. z rozvíjejících se zemí.

Ze starších, ale opakovaně citovaných výzkumů stojí za zmínku studie Shyam-Sunder a Myers (1999), kteří testovali pomocí jednoduchých modelů na vzorku 157 společností v rozmezí let 1971 až 1989 platnost dvou výše vymezených teorií – trade-off a pecking order teorie. Výsledek jejich studie se přiklání k platnosti pecking order teorie, i když nezamítají ani trade-off teorii. Na jejich výzkum navázali Frank a Goyal (2003), kteří závěry rozšířili

např. o zjištění, že deficit finančních prostředků má ve společnostech souvztažnost spíše s emisemi kapitálu než s čerpáním dluhu. Primárně se jejich výzkum zabývá platností pecking order teorie, její platnost však potvrzují jen pro velké společnosti. Brealey s Myersem a Allenem (2017, s. 498) nezavrhují závěry žádné z předchozích teorií, ale vychází z předpokladu, že neexistuje žádný vzorec pro výpočet průměrných nákladů kapitálu, který by určoval optimální kapitálovou strukturu. Východiska jejich studie jsou ve čtyřech dimenzích – daně, riziko, typ aktiv a finanční volnost. Platí, že pokud má podnik zdanitelné zisky, může využívat úrokový daňový štít. Neziskový podnik by se měl zadlužení vyhýbat. Neziskový podnik pravděpodobně řeší také zvýšenou rizikovost, příp. nelikvidní aktiva a ztrátu finanční volnosti. Vliv finanční volnosti považují za velmi důležitý, tržní hodnota firmy dle nich záleží spíše na investičních rozhodnutích než na struktuře kapitálu. Co se týká kapitálové struktury firem z rozvojových zemí, Booth et al. (2001) srovnali chování společností z 10 rozvojových zemí. Výsledkem jejich studie je zjištění, že kapitálová struktura těchto společností je ovlivňována velmi podobnými faktory jako u firem z rozvinutých zemí. Faktory jsou sice stejné, ale jejich celkový vliv je nižší. Vysvětlením jsou specifika daných zemí, jako např. míra inflace, úroveň kapitálových trhů, růst hrubého domácího produktu.

Z aktuálních evropských studií lze zmínit výzkum Jaworskeho a Czerwonka (2019). Ve své práci rozdělují determinanty kapitálové struktury na vnitřní a vnější. Uvádí, že ziskovost a likvidita aktiv mají negativní vliv na zadluženost. Tedy čím ziskovější podnik a čím likvidnější aktiva, tím menší podíl dluhu. Pozitivní vliv na zadluženost má velikost podniku a rychlost jeho růstu, tedy s růstem podniku roste i jeho zadluženost. Dle závěrů této studie nejlépe vysvětluje utváření podnikové kapitálové struktury pecking order teorie. Studie vnějších vlivů prokázala pozitivní vliv šesti faktorů na utváření podnikové kapitálové struktury. Patří sem HDP, inflace, nezaměstnanost, právní aspekty, místo podnikání, úvěrový přístup.

Kapitálová struktura je zkoumána i v českých podmínkách. Např. Horová a Hrdý (2007) v rámci svého výzkumu došli k závěru, že zhruba 56 % dotázaných podniků optimalizuje kapitálovou strukturu jen v případě konkrétního rozhodování. Z hlediska dlouhodobého se optimalizací zabývá jen asi 20 % společností. Prášilová (2012) zkoumala v rámci své studie zadluženost 299 českých společností, a to jak veřejně obchodovaných, tak veřejně neobchodovaných. Našla pozitivní vztah mezi zadlužeností a stářím firmy, a naopak negativní mezi zadlužeností a rentabilitou aktiv. Mimo jiné upozorňuje na rozdíly ve výsledcích za různá odvětví. Ve své studii se přiklání k závěru, že jak trade-off, tak pecking order teorie do jisté míry vysvětlují finanční rozhodování společností.

5 ZÁVĚR TEORETICKÉ ČÁSTI

Teoretická část představuje realizaci prvního dílčího cíle diplomové práce, a sice nalezení teoretického východiska pro optimalizaci kapitálové struktury a tím zvýšení finanční výkonnosti podniku. Teorie byla rozdělena do čtyř logických oddílů, které na sebe postupně navazují. V první části byl vymezen pojem finanční výkonnost podniku a popsány metody a nástroje jejího měření. Specifikuje modely tradiční finanční analýzy, ale také moderní přístupy měřící ekonomickou přidanou hodnotu a hodnotu přidanou trhem, ze kterých je možné následně odvodit tržní hodnotu podniku. Další text vyústil v zjištění, že právě kapitálová struktura je jedním z důležitých faktorů, jimiž lze ovlivnit výkonnost a hodnotu podniku. Druhá část práce se zaměřila na finanční a kapitálovou strukturu podniku, na její rozdělení z hlediska účetních výkazů a dále pak na možnosti financování podniku. Byly vymezeny interní i externí zdroje a vyhodnocena výhodnost či nevýhodnost jejich zapojení do finanční struktury podniku. Třetí část pojednávala o faktorech, které mají vliv na rozhodování o optimální struktuře kapitálu. Za nejdůležitější jsou považovány náklady na kapitál podniku, výše a stabilita zisku, majetková struktura podniku, dividendová politika, snaha o udržení kontroly nad podnikem a zajištění finanční volnosti podniku. Čtvrtá část práce se zaměřila v podstatě na stejné faktory, jen pohledem optimalizačních teorií. Historie této disciplíny totiž zformulovala ucelené teorie, ze kterých vyplývají doporučení, jak by měl podnik přistupovat k optimalizaci kapitálové struktury. Považuji za důležité citovat myšlenku Brealeyho, Mayerse a Allena (2017, s. 565), kteří si v rámci svých úvah kladou otázku: „*Existuje teorie optimální kapitálové struktury?*“ A záhy si odpovídají: „*Ne. Určitě neexistuje jedna teorie, která by vysvětlila všechno, co ovlivňuje rozhodování tisíců společností o volbě financování.*“ Většina provedených studií nezavrhuje závěry ani jedné z existujících teorií, i tak je v praxi nelze vnímat jako dogma.

Závěrem lze tedy konstatovat, že k optimalizaci kapitálové struktury musí každý podnik přistupovat individuálně. Pokud má být optimalizací zvýšena finanční výkonnost podniku, je nutné se zaměřit jednak na celkovou výši investovaného kapitálu, ale také na náklady na kapitál. Náklady na kapitál lze ovlivňovat prostřednictvím volby zdroje financování, dále optimálním poměrem mezi vlastním a cizím kapitálem, ale také odpovídající časovou strukturou cizích zdrojů. Všechny uvedené položky musí být na druhé straně konfrontovány s potřebami podniku, například s jeho investičními představami, dividendovou politikou a celkovými strategickými plány.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

6 PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉHO PODNIKU

Praktická část práce je zaměřena na konkrétní podnik, a především pak na jeho kapitálovou strukturu. Úvodem jsou zmíněny základní identifikační údaje této akciové společnosti a představen předmět její podnikatelské činnosti. Celkový pohled na podnik je podložen SWOT analýzou, Porterovou analýzou pěti sil a obecným pohledem na odvětví, v němž společnost podniká. Ekonomická situace podniku je prověřena pomocí finanční analýzy, jejíž výsledky jsou srovnány s průměrnými hodnotami příslušného odvětví. Následně je společnost podrobena analýze pomocí moderních ukazatelů výkonnosti, výkonnost je posouzena pomocí konceptu řízení výkonnosti EVA. V návaznosti na předmět této práce je však nejdůležitější pohled na finanční a kapitálovou strukturu. Podnik je podroben analýze pomocí jednotlivých faktorů, které ovlivňují skladbu jeho kapitálové struktury. Závěrem jsou všechny výsledky shrnuty a vyhodnocena východiska pro zpracování projektové části práce.

6.1 Základní informace

Vybraná společnost podniká v oboru přesného strojírenství. Byla založena v roce 1936, v roce 1992 se stala akciovou společností. Je považována za významného výrobce a také zaměstnavatele, a to jak regionálně, tak v rámci celé České republiky. Co se týká vlastnictví, jedná se o podnik ryze český, je součástí holdingové struktury. Na základě hodnoty svých aktiv 5,8 mld. Kč, ročního obratu 5,0 mld. Kč a s počtem 1700 zaměstnanců se řadí mezi velké podniky.

Podnik je pro účely dalšího srovnávání dle klasifikace ekonomických činností Českého statistického úřadu CZ-NACE zařazen v sekci C – zpracovatelský průmysl, oddíl 25 – výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení. Detailnější členění nebude z důvodu zachování anonymity uváděno. Navíc je detail z pohledu dalších analýz irelevantní, neboť většinový podíl této specifické skupiny a třídy zaujímá právě analyzovaná společnost. Zařazení společnosti do oddílu 25 dle klasifikace CZ-NACE je využito v dalších částech práce, zejména při finanční analýze, pro účely srovnání výsledků společnosti s průměry firem v rámci stejného odvětví.

Podnik by se dal označit za tradičního výrobce, zabývá se vývojem, produkcí a prodejem velmi specifického výrobku. Je majitelem několika úspěšných patentů. Zakládá si na kvalitě svých výrobků, má zaveden certifikovaný systém řízení kvality ISO 9001.

Své výrobky podnik prodává do více než 100 zemí celého světa. Je typickým vývozcem, zhruba 70 % produkce je určeno pro zahraniční trhy, přičemž převládá vývoz do USA.

V posledních letech podnik dosahuje historicky nejvyšších obrátů a jeho budoucí výhledy nejsou o nic méně ambiciózní. Strategie společnosti si klade za cíl stát se jedničkou ve svém oboru na světě, díky kvalitnímu produktu a díky kvalitnímu týmu.

6.2 SWOT analýza

Pro představu o strategické pozici vybrané společnosti byla sestavena SWOT analýza, ve které jsou shrnuty silné/slabe stránky a příležitosti/hrozby, kterým společnost aktuálně čelí.

Tab. 1: SWOT analýza vybraného podniku (vlastní zpracování)

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> - Jasná vize a strategie - Nabídka kompletních produktových řad - Vlastní výzkum a vývoj nových výrobků - Zavedený certifikovaný systém kvality - Stabilní růst tržeb a přidané hodnoty - Celosvětová prodejní síť - Moderní technologie 	<ul style="list-style-type: none"> - Příliš široké výrobní portfolio - Technologická náročnost výroby - Pomalá reakce na podněty trhu - Delší doba obratu pohledávek oproti závazkům - Vysoký stav zásob - Nevyužité strojní kapacity
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> - Plánovaná výstavba nové továrny v USA - Vyhledávaný zaměstnavatel - Snaha zákazníků o trávení volného času aktivně - Automatizace, robotizace – Industry 4.0 	<ul style="list-style-type: none"> - Prognóza ekonom. propadu odvětví - Změna legislativy - Nepříznivý vývoj měnových kurzů - Nedostatek technicky vzdělaných osob - Rostoucí ceny vstupů - Tlak na růst mezd

6.3 PORTEROVA ANALÝZA PĚTI SIL

Michael Porter definoval pět prvků analýzy odvětví a jeho rizik. S rostoucí globální konkurencí se firmy nemohou spoléhat tak snadno na strukturu průmyslu. Proto musí manažeři zajistit konkurenční výhodu v rámci svého odvětví. Pět prvků, které prognózuji vývoj konkurenční situace ve zkoumaném odvětví a rizika hrozící podniku, můžeme nazvat jako stávající konkurenty, potencionální konkurenty, dodavatele, odběratele a substituty. Základy

tohoto modelu vychází z mikroekonomie, konkrétně z analýzy trhu, chování firmy a chování spotřebitele (Brealey, Myers, Allen, 2011, s. 274).

Stávající konkurenti

Vybraný podnik nemá v rámci České republiky ve své kategorii konkurenta v pravém slova smyslu. Společnosti prodávající stejný nebo podobný produkt nejsou výrobci, ale ve valné většině případů pouze společnosti zabývající se nákupem a prodejem. Nicméně celosvětově se podnik potýká se silnou konkurencí v podobě dalších tradičních výrobců, tradice je v tomto oboru důležitým srovnávacím kritériem. Na druhou stranu, podnik vnímá svou konkurenční výhodu, kdy je schopen svůj výrobek nabízet v kompletních výrobních řadách a širokých modifikacích. Co je ovšem na jednu stranu výhodou, na druhou stranu klade vysoké nároky na vývojový a výrobní proces.

Potencionální konkurenti

Podnik si je vědom jednak rizika, kdy si za dobu své existence vychoval řadu schopných vývojářů a konstruktérů, kteří už několikrát v historii prokázali své schopnosti i působením ve vlastních či konkurenčních firmách. Dalším potenciálním rizikem jsou asijské trhy, kdy se společnost už i v minulosti setkala s kopírováním svých úspěšných produktových řad. Nejen díky těmto zkušenostem si podnik uvědomuje nutnost neustálého monitorování vnějšího konkurenčního prostředí a konfrontace s vnitřními možnostmi podniku.

Dodavatelé

Analyzovaný podnik na sebe navázal za dobu své existence řadu společností, dodavatelů i subdodavatelů. Za dodavatele jsou považováni jednak výrobci jednotlivých komponentů potřebných pro výrobu, ale i dodavatele energií, materiálových vstupů a služeb. Za dodavatele lze označit i dodavatele technologií, neboť společnost v současné době hojně investuje do strojního vybavení. Dodavatelem práce je i zaměstnanec. Hrozba ze strany dodavatelů je spojena především s rychlým technologickým pokrokem, kdy analyzovaná společnost podléhá rychlému vývojovému tempu trhu a nutí ke stejnému tempu i své dodavatele. I když podnik své dodavatele na výrazné změny předem připravuje, i tak není zanedbatelná hrozba výpadku dodávek určité speciální součástky. Další hrozbou je všeobecné zdražování energií a materiálových vstupů. A v neposlední řadě sílí tlak odborů i samotných zaměstnanců na růst mezd. Všechny tyto faktory působí na snižování přidané hodnoty a produktivity firmy.

Odběratelé

Podnik nabízí své produkty prostřednictvím sítě výhradního zastoupení v každé zemi. Hrozbou je určitě možnost výpadku významného zástupce, který by nebyl v tak specifickém sortimentu, který analyzovaný podnik nabízí, lehce nahraditelný. Souvisejícím rizikem jsou možné a těžko předvídatelné změny v legislativě jednotlivých zemí, neboť sortiment analyzovaného podniku podléhá mnoha omezením ze strany státu, ať už se jedná o povolení k držení, povolení k vývozu nebo k dovozu. Obecně lze konstatovat, že pro každého výrobce a prodejce je velmi důležitá znalost potřeb svých zákazníků, v opačném případě se zákazník rozhodne pro konkurenční výrobek. V analyzovaném podniku není tato parketa nikterak podceňována, ve prospěch kupujícího jsou orientovány i strategické cíle podniku. Kupující je brán jako ten, kdo určuje podmínky a další směr vývoje podniku.

Substituty

Za substitut lze v daném výrobním programu považovat jakýkoliv jiný zájem nebo volnočasovou aktivitu, díky nimž by se uživatel vzdal využívání výrobku analyzované společnosti. Jeho využití je totiž ve svém civilním pojetí směřováno jednak pro hobby, ale také pro sportovní účely. Na poli dodávek pro státní sektor je substitutem v současné době pouze konkurenční výrobek, jinak se jedná o záležitost nenahraditelnou. V oblasti substitutů by šlo vyzdvihnout psychologický efekt hrdého majitele výrobku značky analyzované společnosti, kdy podnik cílí na to, aby si uživatel zakládal na tom, že vlastní právě tuto značku výrobku a měl tendenci se vracet. Toto se mu do značné míry daří. Opět se jedná o strategický cíl společnosti – být jedničkou na trhu s nejlepším výrobkem. Hrozba uvedených substitutů se možná nezdá v současné době relevantní, ale mohla by být v případě další ekonomické krize, kdy je hrozba substitutů silící.

6.4 Analýza odvětví CZ-NACE 25

Jak je zmíněno už v předcházejícím textu, podnik můžeme dle jeho hlavní podnikatelské činnosti zařadit dle klasifikace CZ-NACE do oddílu 25 Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení.

Původním materiálovým vstupem tohoto oddílu jsou kovové polotovary CZ-NACE 24 Výroba základních kovů, hutní zpracování kovů, slévárenství. Analyzovaná společnost patří mezi velké podniky, a v této souvislosti je jistě zajímavým zjištěním, že nejvýznamnější

složkou oddílu 25 jsou naopak podniky střední. Podíl středních podniků na tržbách, přidané hodnotě a počtu zaměstnanců přesahuje 1/3 oddílu. Velké podniky mají podíl o něco nižší.

Dle výsledků finanční analýzy podnikové sféry, každoročně vydávané MPO ČR, kopíroval v roce 2018 vývoj ukazatelů zpracovatelského průmyslu údaje za průmysl celkem, když vzrostl počet zaměstnanců, tržby, aktiva, průměrná mzda, ale produktivita práce klesla kvůli snížení přidané hodnoty. (MPO ČR, 2019)

V roce 2019 se tržby ve zpracovatelském průmyslu v členění podle technologické náročnosti výroby opět zvýšily. V rozhodujícím sektoru (Medium High-Tech), který zabezpečuje 52 % tržeb průmyslu, tržby ve 3. čtvrtletí roku 2019 vzrostly o 8,9 %. V sektoru má sice výsadní postavení výroba motorových vozidel, ale také strojírenství a elektrotechnický průmysl. (MPO ČR, 2020)

Vyhlídky na rok 2020 nejsou však pro zpracovatelský průmysl, a tím pádem i pro strojírenství, ideální. Hlavními bariérami růstu by měla být nedostatečná zahraniční poptávka, nedostatek kvalifikovaných pracovníků a růst cen vstupů. Dalším limitujícím faktorem pro pokračující růst firem je očekávaný nárůst mezd. (MPO ČR, 2020)

Ze studie českého strojírenského průmyslu 2019 zpracované analytickou společností CEEC Research (Ekonomický deník, 2019), čeká české strojírenství v roce 2020 pokles o 2 %, polovina strojírenských firem by se měla připravit na pokles zisku. Po několikaleté velmi úspěšné růstové fázi, kdy strojírenské podniky měly převis zakázek nad svými kapacitami a v podstatě nestíhaly plnit své zakázky včas nebo si nemohly dovolit přijímat zakázky nové, dochází ke stabilizaci, a pro některé firmy k zásadnímu zhoršení situace. Tomu odpovídá i dramatické snížení nasmlouvaných zakázek – oproti minulému pololetí, kdy byly strojírenské firmy zabezpečeny v průměru na deset měsíců dopředu, došlo k poklesu nasmlouvaných zakázek v průměru na měsíců sedm. Pokud se na záležitost podíváme z tohoto úhlu pohledu, vybraná společnost má vyprodány své kapacity na celý rok dopředu, takže se jí čistě teoreticky zmiňovaná hrozba netýká. Počítá ve svých plánech s 10% růstem tržeb.

Studie dále uvádí, že pro zachování konkurenceschopnosti českého strojírenství budou investice do digitalizace, robotizace a nových technologií nutností. Díky tomu se zlepší flexibilita v reakcích na požadavky zákazníka, zvýší se stabilita procesů a v neposlední řadě produktivita. Základními pilíři úspěchu v továrnách budoucnosti tak už nebudou pouze lidé a stroje, ale i data. (Ekonomický deník, 2019)

7 ANALÝZA VÝKONNOSTI S VYUŽITÍM TRADIČNÍCH MODELŮ

V rámci následující kapitoly je provedena tradiční finanční analýza podniku. Účelem této analýzy je dokreslení celkového pohledu na finanční zdraví a stabilitu podniku, příp. odhalení slabých stránek v jeho hospodaření. Jednotlivé ukazatele jsou prezentovány na finančních výsledcích za roky 2016 až 2019. Jako podklad pro analýzu poslouží nekonsolidované účetní závěrky podniku, především tedy Výkaz o finanční situaci (Rozvaha), Výkaz zisku a ztráty, Výkaz o peněžních tocích a Příloha. Podnik je subjektem veřejného zájmu, neboť v roce 2017 emitoval dluhové cenné papíry, tudíž jsou jeho účetní závěrky sestaveny v souladu s mezinárodními účetními standardy IFRS. Finanční výkazy podniku jsou předmětem příloh P I a P II. Vypočtené hodnoty jsou v letech 2016 – 2018 srovnávány s odvětvovými průměry CZ-NACE 25 tak, jak byly zveřejněny Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Rok 2019 srovnán není, neboť k datu zpracování této práce nebyly odvětvové průměry k dispozici.

7.1 Horizontální a vertikální analýza

Horizontální a vertikální analýza je zaměřena na finanční výkazy podniku. Postupně je provedena analýza majetkové a finanční struktury, dále také analýza nákladů, výnosů a výsledku hospodaření. Ve všech výkazech jsou zjištěny vývojové trendy v jednotlivých časových řadách a také procentuální skladba jednotlivých položek finančních výkazů. K jednotlivým položkám je doplněn komentář. Tabulky, které slouží jako podklad pro tuto analýzu, jsou předmětem příloh P III – P VII.

7.1.1 Analýza majetkové struktury

Jak je patrné z přílohy P III, z hlediska celkové bilanční sumy aktiv je možné pozorovat meziroční růst, v průběhu let 2016 – 2019 se celková aktiva zvýšila o 50 %. K meziročnímu navýšení docházelo jak v položkách majetku dlouhodobého, tak v části majetku krátkodobého. Nejvýznamnější část aktiv představuje ve všech sledovaných letech 55 – 68% podíl oběžného majetku. Dlouhodobý majetek představoval podíl v rozmezí 32 – 45 %.

Pokud se zaměříme na nejvýznamnější položky dlouhodobého hmotného majetku, zjistíme jednak, že podnik disponuje stabilní základnou nemovitostí. Zajímavější je ovšem položka hmotných movitých věcí, z jejíž hodnoty je patrné, že analyzovaný podnik je výrobní strojírenskou firmou s 20% podílem hmotných movitých věcí na celkových aktivech. Meziroční vývoj této položky pak naznačuje, že podnik investuje poměrně vysoké částky do obnovy

strojního vybavení, v minulosti se totiž potýkal se zastaralým strojním parkem. Díky těmto investicím narostla hodnota hmotných movitých věcí ve sledovaných letech o 37 %. I přes významné investice v posledních letech je odepsanost nejvýznamnějších položek budov a strojních zařízení zhruba 60 %, což dává podniku prostor pro další investice. Tento trend je zachycen v příloze P V. Podíl dlouhodobého nehmotného majetku na celkových aktivech se pohyboval ve všech letech kolem 2 – 3 %. Největší část této položky zaujímaly nehmotné výsledky vývoje, kdy podnik dle mezinárodních účetních standardů účtuje o vývoji svých výrobků do majetku. Dlouhodobý finanční majetek je evidován v podobě rozvahové položky investice do dceřiných podniků, kam padají podíly analyzovaného podniku v jeho dceřiných společnostech. V roce 2019 se nejvýznamnější část této položky přesunula do krátkodobého majetku podniku, a sice do aktiv držných k distribuci vlastníkům. Majetkový podíl v dceřině společnosti tak tedy bude zřejmě prodán nebo převeden. Na základě tohoto kroku činily podíly v jiných společnostech na konci roku 2019 pouhé 1 % v rámci celkové bilanční sumy. Co se týká položky dlouhodobých pohledávek, jejich podíl na celkových aktivech byl nejvyšší v roce 2016 (3,5 %), kdy byly v této položce evidovány pohledávky za společníky z titulu manažerského akciového programu podniku. Meziročně docházelo k jejich postupnému umořování, až byla k 31.12.2019 jejich výše v rámci celkové hodnoty aktiv zanedbatelná.

Jak bylo zmíněno výše, nejvýznamnější podíl na celkových aktivech podniku mají ve všech sledovaných letech oběžná aktiva. Zhruba stejným dílem se na oběžných aktivech podílely zásoby a pohledávky z obchodního styku. Bezesporu nežádoucím jevem je meziroční nárůst zásob, který se podařilo v roce 2019 zastavit, v tomto roce dokonce poklesl. Na druhou stranu je vyšší objem zásob u výrobních podniků pochopitelný, o to více u podniku s technologicky náročným výrobkem, jehož výroba je časově náročná. Pohledávky z obchodního styku činily ve sledovaných letech vždy 13 – 17 % z celkových aktiv podniku. Jejich trend byl ve sledovaných letech rostoucí, mezi lety 2018 a 2019 došlo k růstu o 38 %. Růst položky pohledávek z obchodního styku jde do určité míry ruku v ruce s růstem tržeb podniku. Nicméně k 31.12.2019 zaznamenal podnik relativně vysokou pohledávku po splatnosti za významným zahraničním odběratelem. Tento stav se podařilo v následujícím roce vyřešit, pohledávky po splatnosti byly postupně vyrovnány. V rámci položky ostatní pohledávky jsou evidovány především pohledávky z přecenění měnových derivátů na jejich reálnou hodnotu vždy ke konci daného roku. Nestabilita této položky byla dána vývojem měnového kurzu. Podíl ostatních pohledávek na celkových aktivech se pohyboval ve sledovaných

letech mezi 3 a 11 %. Co se týká peněžních prostředků, tyto se podílely na celkových aktivech 6 – 21 %. Meziročně se pohybovaly ve své absolutní výši vždy na velmi podobné úrovni, kromě roku 2019, kdy podnik načerpal na své bankovní účty finanční prostředky z dodatečné emise dluhopisů, aby následně vyplatil dividendu.

Pokud srovnáme celkovou majetkovou strukturu s průměrem odvětví (příloha P IV), pak musíme konstatovat, že odvětví má vyšší podíl aktiv vázaný v dlouhodobé složce, a to až o 10 % více oproti hodnotám analyzovaného podniku; naopak podíl oběžných aktiv je v odvětví zhruba o 10 % nižší. Největší rozdíl vykazuje již zmiňovaná položka zásob, hodnota zásob v odvětví dosahuje max. 20 % z celkové bilanční sumy, zatímco hodnota zásob podniku se pohybuje v letech 2016 – 2018 kolem 30 %. Snahou společnosti by mělo být hodnotu zásob dále snižovat, neboť má v této položce vázány neúměrně vysoké finanční prostředky.

7.1.2 Analýza finanční struktury

Z pohledu celkové bilanční sumy pasiv (příloha P III) lze ve všech sledovaných letech pozorovat rostoucí tendenci. Vlastní kapitál podniku, dle pravidel IFRS označovaný jako kapitál a fondy, tvořil v každém sledovaném roce méně než polovinu celkové hodnoty pasiv. Od roku 2016 do roku 2018 měl vlastní kapitál trvale rostoucí tendenci, tvořil postupně 29 – 43 % z celkových zdrojů společnosti, v roce 2019 hodnota vlastního kapitálu výrazně poklesla. Meziročně byla položka vlastního kapitálu zvyšována kumulovaným výsledkem hospodaření. I když docházelo v podstatě ve všech letech k výplatám dividend a také záloh na dividendu, položka kumulované fondy potvrzuje prostřednictvím svého růstu, že část výsledku hospodaření zůstávala až do roku 2018 ve společnosti. K obratu došlo v roce 2019, kdy byla zúčtována záloha na dividendu, čímž byl snížen podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech na pouhých 22 %. Dalším, i když méně významným aspektem, který ovlivňoval vlastní kapitál, byly kapitálové fondy. Jedná se o položku velmi nestabilní, která vykazuje meziročně značné výkyvy. Jsou zde evidovány především oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků, podnik sem účtuje ocenění derivátových obchodů v rámci svého zajišťovacího účetnictví. Nestabilita této položky je tedy dána výkyvy měnových kurzů, a právě v roce 2019 také tato položka přispěla ke snížení vlastního kapitálu. Rezervní ani ostatní fondy společnost netvoří.

Větší polovinou se na celkových pasivech podílely cizí zdroje, resp. dle terminologie IFRS dlouhodobé a krátkodobé závazky. Dlouhodobé závazky činily ve všech sledovaných letech 36 – 41 % z celkových zdrojů podniku. Jejich nejvýznamnější položkou byly úvěry, půjčky

a dluhopisy, ostatní položky by se daly označit za nevýznamné. Podnik využíval v roce 2016 ke svému financování dlouhodobé úvěry, v roce 2017 emitoval dluhopisy a tyto úvěry splatil. Emise dluhopisů navýšila meziročně závazky z úvěrů, půjček a dluhopisů o téměř 30 %. V roce 2018 byla položka bez pohybu a v roce 2019 došlo k 51% růstu, když podnik prodal zbývající část dluhopisů z dodatečné emise. Jako dlouhodobý závazek byl evidován v roce 2016 bezúročný závazek vůči hlavnímu akcionáři z titulu manažerského akciového programu, který na straně aktiv naopak figuruje jako pohledávka za manažery podniku. Dlouhodobé závazky jako celek měly ve sledovaném období rostoucí tendenci.

Krátkodobé závazky tvořily ve sledovaných letech 20 – 37 % z celkové bilanční sumy. Nejvýznamnější položkou byly ve všech letech ostatní závazky, kam padaly jednak závazky z již zmiňovaného přecenění derivátů, a např. v roce 2019, kdy položka vykazovala nejvyšší hodnotu, sem byl načítován závazek vůči akcionáři z titulu zálohy na dividendu, který nebyl do konce roku 2019 vyplacen. Další významnou krátkodobou položkou byly závazky z obchodního styku, které meziročně vykazovaly vcelku stabilní hodnoty, v posledních dvou letech spíše klesajícího charakteru. Co se týká krátkodobých závazků k úvěrovým institucím, podnik disponuje krátkodobým úvěrovým rámcem v podobě revolvingového úvěru, který má možnost čerpat pro provozní účely. Tento však čerpá spíše výjimečně, jak lze vidět např. k 31.12.2016, v dalších letech vykazoval podnik v této položce nulové hodnoty. Za zmínku jistě stojí i méně významná položka cizích zdrojů – rezervy. Tyto tvořily 2 – 3 % z hodnoty pasiv. Společnost tvořila rezervy převážně na zaměstnanecké požitky a na výplatu zprostředkovatelských provizí z realizovaných obchodních případů. Časové rozlišení pasiv je položka nevýznamná, ve sledovaném období netvořila ani 1 % z hodnoty pasiv.

Při srovnání s odvětvím (příloha P IV) lze konstatovat opět rozdílnou skladbu jednotlivých složek pasiv. Nadpoloviční většina dle průměru odvětví připadá vlastnímu kapitálu – což je např. v roce 2017 o 13 % více než podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech u analyzované společnosti. Společnost má o zmiňovaných 13 % více vázáno v cizích zdrojích.

7.1.3 Analýza výnosů

Z hlediska dosahovaných výnosů (příloha P VI) je patrné, že má analyzovaný podnik převážně výrobní charakter, neboť většina tržeb plyne z prodeje vlastních výrobků a služeb. Ve sledovaných letech 2016 – 2019 tvořily tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb necelých 80 % z celkových výnosů společnosti. Tržby za prodej zboží nebyly ovšem taktéž zanedbatelné, ve sledovaných letech tvořily 7 – 11 % z celkových výnosů. Tento druh tržeb neměl

vyloženě rostoucí tendenci, ve sledovaných letech kolísal, prodej zboží není pro podnik prioritou, jedná se spíše o tržby z prodeje doplňkového sortimentu. Celkové tržby, stejně jako tržby z hlavní činnosti, měly ve sledovaném období rostoucí tendenci. Za zmínku určitě stojí i položka ostatní finanční výnosy, kam společnost jako exportér účtuje jednak kurzové zisky a také výnosy plynoucí z obchodovací části měnového zajištění. Ve sledovaných letech představovaly zhruba 3 – 7 % z celkových výnosů. Společnost se také zajišťuje proti úrokovým rizikům, vliv přecenění úrokového swapu se projevil nejvýrazněji v roce 2018 v položce výnosové úroky a podobné výnosy.

Co se týká srovnání s odvětvím (příloha P VII), konkurenční společnosti vykazovaly ve sledovaných letech 93% podíl tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb z hodnoty celkových výnosů z hlavní činnosti. Pokud bychom stejným způsobem přepočítali podíl tržeb z vlastních výrobků a služeb na výnosech z hlavní činnosti i u analyzovaného podniku, pak se výsledné hodnoty dostávají do podobných procentuálních podílů 85 – 92 %, což značí nepatrně více výrobního charakteru ve firmách stejného odvětví.

7.1.4 Analýza nákladů

Vývoj celkových nákladů dle přílohy P VI měl ve sledovaných letech 2016 – 2019 podobně rostoucí tendenci jako výnosy podniku. Nejvyšší podíl na celkových nákladech zaujímala výkonová spotřeba (61– 67 % z celkových nákladů). Pro výrobní společnosti je charakteristické, že nejvýznamnější složkou nákladů je spotřeba materiálu a energie, u sledovaného podniku byla tato položka zastoupena na celkových nákladech 32 – 36 %. Významná byla také položka služby (17 – 20 %), nevýznamná nebyla ani položka náklady vynaložené na prodané zboží (6–13 %). Položka osobní náklady se podílela na celkových nákladech zhruba 24 – 26 %, takže spadá do kategorie nákladů pro společnost významných. Osobní náklady se ve sledovaných letech 2016 – 2019 postupně zvyšovaly, mezi roky 2017 a 2018 zaznamenaly mzdy 14% navýšení. Z dalších položek méně významného charakteru je třeba zmínit odpisy, které činily ve sledovaných letech zhruba 5% podíl na celkových nákladech. Odpisy se v průběhu let postupně zvyšovaly, v návaznosti na zvýšené investice do dlouhodobého majetku, v roce 2019 dosáhly hodnoty 231 mil. Kč. Další položkou je změna stavu zásob vlastní činnosti a aktivace, které mohou nabývat kladných i záporných hodnot. Ve sledovaných letech byly vykazovány kladné hodnoty této položky, tzn. že položka snižovala náklady o neprodanou produkci. Za zmínku určitě stojí i nákladové úroky, které sice ve sledovaných letech netvořily nákladově významnou položku, nicméně z jejich meziročního vývoje je

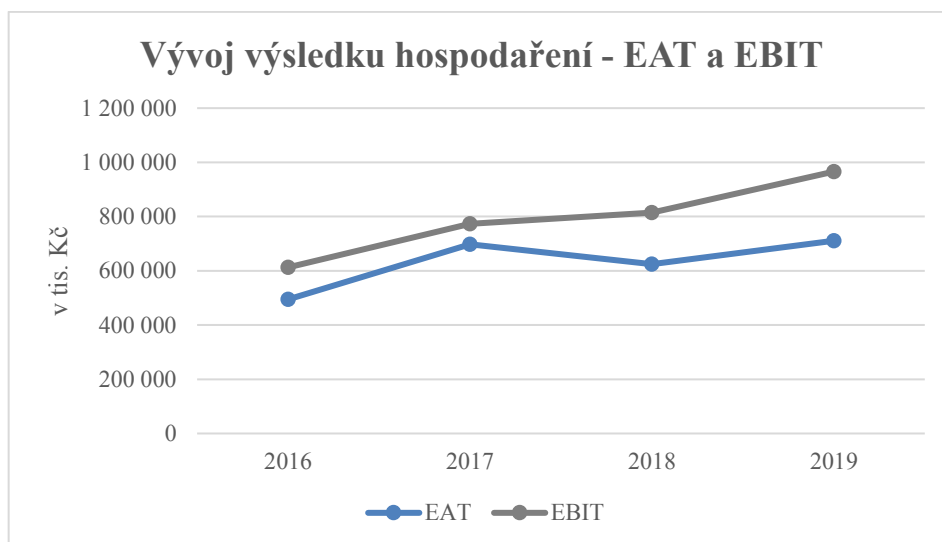
patrný růst zadluženosti společnosti. Kromě roku 2018, kdy došlo k mírnému poklesu nákladových úroků, měly nákladové úroky trvale rostoucí tendenci. Ve všech letech byla výše nákladových úroků ovlivněna již zmiňovaným úrokovým swapem, resp. jeho přeceněním na konci každého období. Stejně jako na straně výnosů je třeba zmínit i ostatní finanční náklady, které ve sledovaném období představovaly 4 – 9% podíl na celkových nákladech. Společnost sem jako exportér účtuje kurzové ztráty a také náklady z obchodovacích měnových derivátů. Další nákladové položky neměly významný vliv na hospodaření společnosti.

7.1.5 Analýza výsledku hospodaření

V tab. 2 je zpracován přehled meziročního vývoje výsledku hospodaření společnosti. Společnosti se ve sledovaných letech dařilo, dokázala svůj výsledek hospodaření během čtyř sledovaných let zvýšit o 44 %. K meziročnímu poklesu došlo pouze v roce 2018, a to jak na úrovni celkového výsledku hospodaření po zdanění, tak na úrovni provozního výsledku hospodaření. Provozní výsledek hospodaření byl následně doplňován finančním výsledkem hospodaření, který převážně vlivem kurzových výkyvů v letech 2016 a 2017 snižoval celkový výsledek hospodaření, v letech 2018 a 2019 ho naopak navyšoval. Dalším faktorem ovlivňujícím výsledek hospodaření byla daň z příjmu právnických osob. Podnik využil investičních pobídek a v této souvislosti došlo v roce 2017 ke snížení daňové povinnosti, což mělo pozitivní vliv na výsledek hospodaření. Z výše uvedených důvodů nevykazoval výsledek hospodaření po zdanění stabilní meziroční růst, jeví se tedy jako vhodnější sledovat vývoj výsledku hospodaření na úrovni EBIT nebo EBITDA. Ten nebyl uvedenými položkami ovlivňován, meziročně tedy rostoucí trend vykazoval, jak je patrné z obr. 8.

Tab. 2: Vývoj výsledku hospodaření vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

<i>položka Výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
Provozní výsledek hospodaření	699 886	835 465	683 034	823 694
Finanční výsledek hospodaření	-112 752	-100 573	85 864	54 955
Daň z příjmu	-92 520	-37 171	-143 849	-167 802
VH ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ	494 614	697 721	625 050	710 847
EBT	587 134	734 892	768 899	878 649
EBIT	612 703	773 259	802 504	928 279
EBITDA	771 630	961 202	1 014 157	1 159 319



Obr. 8: Vývoj výsledku hospodaření vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

7.1.6 Analýza cash-flow

V tab. 3 je uveden zkrácený vývoj cash flow, který je rozdělen podle činností na peněžní toky z provozní, investiční a finanční činnosti. Cash flow z provozní činnosti dosahovalo ve sledovaném období vždy kladných hodnot, což je určitě pozitivní, neboť příjmy z provozní činnosti převýšily výdaje z této činnosti. V letech 2017 a 2018 byly hodnoty sice kladné, ale výrazně nižší než v letech 2016 a 2019. Tento efekt byl způsoben nárůstem pohledávek, zásob a závazků z obchodních vztahů, což působilo negativně na tvorbu peněz z provozní činnosti. Cash flow z investiční činnosti vykazuje záporné hodnoty, což svědčí o investiční aktivitě podniku. Peněžní tok z finanční činnosti dosahuje v letech 2016 – 2018 záporných hodnot, v roce 2019 naopak kladných. Záporné hodnoty svědčí o výplatě dividendy a splácení úvěrů, kladné hodnoty naopak o čerpání úvěrů.

Tab. 3: Přehled peněžních toků podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

položka Výkazu o peněžních tocích (v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Stav peněžních prostředků na začátku období	215 147	247 978	285 401	284 388
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	764 122	377 171	435 615	854 248
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-230 753	-249 652	-250 072	-363 049
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-500 538	-90 097	-186 556	418 872
Čisté snížení/zvýšení peněžních prostředků	32 831	37 422	-1 012	910 070
Stav peněžních prostředků na konci období	247 978	285 401	284 388	1 194 458

7.1.7 Závěr horizontální a vertikální analýzy – úprava výkazů

Horizontální a vertikální analýza prokázala, že některé položky ve výkazech společnosti jsou spíše mimořádného, příp. nestandardního charakteru. Finanční analýza, a především srovnání jejich výsledků s odvětvovými průměry, by mohla být těmito položkami významně zkreslena. Současně by mohl být ovlivněn i pohled na kapitálovou strukturu podniku, na jeho výkonnost, příp. hodnotu. Z finančních výkazů podniku jsou tedy vyloučeny nebo přemístěny následující položky:

Nevyplacená dividenda v roce 2019

Z aktivní i pasivní strany výkazu o finanční situaci jsou vyloučeny položky v hodnotě 915 706 tis. Kč. Jak bylo zmíněno, podnik načerpal na své běžné účty před koncem roku 2019 prostředky z dodatečné emise dluhopisů. Následně bylo rozhodnuto o zálohové výplatě dividendy a souběžně zaúčtován závazek vůči akcionáři ve výši 915 706 tis. Kč. Tyto prostředky ovšem nebyly do konce roku 2019 vyplaceny, i když byly pro výplatu připraveny. Byly vyplaceny hned v prvním lednovém týdnu roku 2020. Ve výkazech roku 2019 tato částka na aktivní straně rozvahy nadměrně zvyšuje likviditu v položce peníze a peněžní ekvivalenty, a naopak na pasivní straně rozvahy v položce ostatní závazky neúměrně zvyšuje cizí krátkodobé zdroje. Je tedy z rozvahy vyloučena jako mimořádná a jednorázová položka; výkazy jsou upraveny, jako by došlo k výplatě dividendy ještě v roce 2019. Úprava je zachycena v tab. 4 pod položkou 1).

Zajišťovací účetnictví podniku

Z pohledu zkoumání kapitálové struktury podniku se jeví jako irelevantní také položky spojené se zajišťovacím účetnictvím, které podnik vede z důvodu svého dlouhodobého měnového zajištění. Podnik se zajišťuje prostřednictvím tzv. „makro-hedgingu“ až na pět let dopředu. Nezajišťuje tedy měnově konkrétní obchodní zakázky, ale svoji cizoměnovou expozici stanovenou v rámci strategie firmy. Měnové zajištění na tak dlouhý časový horizont plyne z iniciativy mateřské společnosti, management při hodnocení výkonnosti podniku od zajišťovacího účetnictví abstrahuje. Je důležité zmínit, že se úprava netýká krátkodobých obchodovacích derivátů, jejichž prostřednictvím jsou zajištěny konkrétní cizoměnové pohledávky vykázané v aktivech. Reálná hodnota těchto obchodovacích derivátů se promítá ve výsledku hospodaření podniku, do těchto položek není nijak zasahováno. K vyloučení jsou vytipovány položky těch derivátů, jejichž reálná hodnota má dopad do vlastního kapitálu podniku – položky ostatní kapitálové fondy. Dále se projevuje v položkách odložená daň,

ostatní závazky, příp. ostatní pohledávky. Jak je patrné z původní rozvahy podniku, vyjmenované položky zaznamenávají meziročně výrazné výkyvy právě vlivem kurzu a přeceňování zajišťovacích derivátů. Příslušné úpravy jsou na základě informací z přílohy a dle interních zdrojů podniku vyčísleny v tab. 4 pod položkou 2).

Tab. 4: Přehled úprav aktiv a pasiv vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

<i>položka Výkazu o finanční situaci (v tis. Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
AKTIVA ZMĚNA	-88 225	-86 175	-250 124	-1 108 082
1) peníze a peněžní ekvivalenty	0	0	0	-915 706
2) pohledávky ze zajišťovacích derivátů	-88 225	-86 175	-250 124	-192 376
PASIVA ZMĚNA	-88 225	-86 175	-250 124	-1 108 082
1) závazek k akcionáři	0	0	0	-915 706
2) závazky ze zajišťovacích derivátů	-185 453	-222 642	-73 303	-513 521
2) kapitálové fondy	78 755	110 538	-143 225	260 128
2) odložená daň	18 473	25 929	-33 596	61 017

Úrokový swap

Ve výkazu zisku a ztráty byl detekován taktéž jeden jev, který by v dalších analýzách mohl působit určité nesrovnalosti. Týká se položek nákladových a výnosových úroků. Tyto totiž zahrnují ve většině sledovaných let i přecenění úrokového swapu na reálnou hodnotu. Dle obecných účetních pravidel by bylo vhodnější tento finanční instrument evidovat v položkách ostatní finanční náklady a ostatní finanční výnosy. V rámci následující úpravy je tedy ocenění úrokového swapu vyjmuta z výnosových a nákladových úroků a přesunuta do ostatních finančních výnosů a nákladů, dopad do výsledku hospodaření je nulový.

Tab. 5: Přehled úprav finančních nákladů a výnosů vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

<i>položka Výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
- vyloučení úrokový swap z výnosové úroky	0	0	-47 940	-8 802
+ aktivace úrok. swap do ostatní fin.výnosy	0	0	47 940	8 802
+ vyloučení úrokový swap z nákladové úroky	0	5 554	0	0
- aktivace úrok. swap do ostatní fin.náklady	0	-5 554	0	0

Všechny tři uvedené úpravy jsou zobrazeny ve finančních výkazech podniku, tyto upravené výkazy jsou předmětem příloh P VIII a P IX. Další analýzy už vychází právě z těchto upravených výkazů.

7.2 Čistý pracovní kapitál

Z tab. 6 vyplývá, že analyzovaný podnik měl ve všech sledovaných letech kladnou hodnotu čistého pracovního kapitálu. Znamená to, že krátkodobé závazky byly nižší než krátkodobý majetek, který byl zdrojem pro splácení těchto krátkodobých závazků. Ve sledovaných letech má čistý pracovní kapitál rostoucí tendenci, v roce 2019 dokonce překročil 2 mld. Kč. Toto bylo ovlivněno zejména vyšší hodnotou pohledávek z obchodních vztahů v roce 2019, jak už bylo zmíněno v rámci analýzy majetkové struktury.

Kladná hodnota čistého pracovního kapitálu v takové výši svědčí o tom, že část běžného provozu podniku je ve skutečnosti financována z dlouhodobých zdrojů. Ať už je to ze zdrojů cizích či vlastních – dlouhodobé zdroje nesou vyšší díl rizika a jsou tedy dražší než ty krátkodobé. Strategie financování podniku je spíše konzervativní.

Tab. 6: Čistý pracovní kapitál vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
čistý pracovní kapitál	1 007 230	1 574 413	1 716 483	2 092 287
krátkodobá aktiva	1 904 782	2 231 911	2 578 822	2 790 442
krátkodobé závazky	897 552	657 498	862 339	698 156

7.3 Ukazatele zadluženosti

Jak vyplývá z tab. 7, podnik vykazoval v letech 2016 – 2019 relativně vysokou zadluženost, pohybovala se v rozmezí 56,8 – 67,8 %, čímž v letech 2016 a 2019 nezapadal do hodnot doporučených odbornou literaturou, tedy rozmezí 30 – 60 %. Hlavní roli v celkové zadluženosti hrála položka úvěry, půjčky, dluhopisy. Podnik vyměnil v roce 2017 financování dlouhodobými bankovními úvěry za emisi dluhopisů, v roce 2019 hodnotu dluhopisů ještě navýšil. Tab. 8 ukazuje, že hodnoty celkové zadluženosti odvětví CZ-NACE 25 se pohybovaly v rozmezí 43,6 – 45,6 %. Tento ukazatel však musí být posuzován v širším měřítku.

Ukazatel míry zadluženosti posuzuje podíl cizího kapitálu na kapitálu vlastním. Vybraný podnik je podle dosahovaných výsledků v rozmezí 1,31 – 2,10 financován převážně cizím

kapitálem, což by čistě teoreticky v případě potřeby dalšího externího financování nemuselo být vnímáno věřiteli pozitivně. Na rozdíl od odvětví, jehož výsledky naznačují, že vlastní kapitál společností podnikajících ve výrobě kovových výrobků byl tím hlavním zdrojem financování a převyšoval ve všech sledovaných letech cizí zdroje.

Z ukazatele podílu dlouhodobých cizích zdrojů na celkových cizích zdrojích vyplývá, že podnik využívá v posledních letech především dlouhodobého financování. V každém sledovaném roce činily dlouhodobé cizí zdroje 62 – 77 % na celkových cizích zdrojích. Podniky v odvětví byly naopak z větší části financovány krátkodobými cizími zdroji. Podobná je i situace v rámci ukazatele podílu dlouhodobých cizích zdrojů na dlouhodobých zdrojích, kdy podnik dosahuje extrémně vysokých hodnot oproti podnikům v odvětví. Podnik využívá nadstandardně vysoké objemy dlouhodobých cizích zdrojů ve srovnání s odvětvím.

Pokud se na věc podíváme v kontextu ukazatele úrokového krytí, pak zjistíme, že podnik rozhodně nevykazoval ve sledovaných letech problémy se schopností splácet nákladové úroky. Doporučená min. hodnota je uváděna 4. Podnik se ve sledovaných letech vždy držel výrazně nad touto hodnotou (11,08 – 23,96).

Tab. 7: Ukazatele zadluženosti vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

ukazatele zadluženosti podniku	2016	2017	2018	2019
celková zadluženost	67,8 %	56,8 %	57,5 %	67,1 %
míra zadluženosti	2,10	1,31	1,35	2,04
dlouhodobé cizí zdroje/cizí zdroje	62,7 %	71,3 %	65,5 %	77,6 %
dlouhodobé cizí zdroje/dlouh. zdroje	56,8 %	48,4 %	47,0 %	61,3 %
úrokové krytí	23,96	23,40	17,79	11,08

Tab. 8: Průměrné ukazatele zadluženosti podniků v odvětví CZ-NACE 25 v letech 2016 – 2018 (vlastní zpracování dle MPO ČR, 2016-2018)

ukazatele zadluženosti CZ-NACE 25	2016	2017	2018
celková zadluženost	46,4 %	43,6 %	45,6 %
míra zadluženosti	0,88	0,78	0,85
dlouhodobé cizí zdroje/cizí zdroje	29,4 %	39,9 %	36,4 %
dlouhodobé cizí zdroje/dlouhodobé zdroje	20,6 %	23,8 %	23,7 %
úrokové krytí	43,30	49,35	41,92

7.4 Ukazatele likvidity

Z tab. 9 vyplývá, že se podnik držel ve všech třech stupních likvidity spíše u horní hranice doporučených hodnot, běžnou likviditu vykazoval nadlimitní. Ukazatel běžné likvidity udává, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Pro běžnou likviditu je doporučena hodnota 1,5 – 2,5. Analyzovaný podnik zapadal do tohoto rozpětí pouze v roce 2016, v následujících letech vykazoval nadměrně vysokou likviditu, což potvrzuje vysokou hodnotu čistého pracovního kapitálu a drahé financování.

Ukazatel pohotovosti likvidity nezahrnuje do svého výpočtu zásoby společnosti, doporučené hodnoty jsou v rozmezí 1,0 – 1,5. Ve sledovaných letech se výsledné hodnoty pohybují kolem doporučeného rozmezí, stejně jako hodnoty celého průměru odvětví (tab. 10). Z výsledků běžné a pohotovosti likvidity je tedy patrné, že zásoby hrají významnou roli v likviditě podniku, že právě v této položce má podnik vázanu nadměrnou likviditu.

Co se týká ukazatele hotovostní likvidity, ta do svého výpočtu zahrnuje už jen nejlikvidnější složky oběžného majetku, to jsou peníze a krátkodobý finanční majetek. Pro ukazatel je stanoveno rozmezí 0,2 – 0,5, což je ve všech sledovaných letech splněno. I když konkurenční firmy ze stejného odvětví vykazují nižší hotovostní likviditu.

V souvislosti s likviditou jsou sledovány ještě další ukazatele – viz tab. 9. Za zmínku stojí podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech, který se v letech 2016 – 2019 pohyboval mezi 53 – 75 %. V případě výsledků nad 50 % můžeme hovořit o překapitalizované společnosti, neboť průměr odvětví se pohyboval kolem mezi 40 a 50 %.

Tab. 9: Ukazatele likvidity vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

<i>ukazatele likvidity podniku</i>	2016	2017	2018	2019
Běžná likvidita	2,12	3,39	2,99	4,00
Pohotová likvidita	0,83	1,52	1,40	2,11
Hotovostní likvidita	0,28	0,43	0,33	0,40
Čistý prac.kapitál/Oběžná aktiva	52,9 %	70,5 %	66,6 %	75,0 %
Čistý prac.kapitál/Aktiva	28,4 %	39,0 %	39,5 %	45,0 %

Tab. 10: Průměrné ukazatele likvidity podniků v odvětví CZ-NACE 25 (vlastní zpracování dle MPO ČR, 2016-2018)

<i>ukazatele likvidity CZ-NACE 25</i>	2016	2017	2018
Běžná likvidita	1,78	2,04	1,86
Pohotová likvidita	1,12	1,25	1,14
Hotovostní likvidita	0,26	0,28	0,26
Čistý prac.kapitál/Oběžná aktiva	44,8 %	51,9 %	47,2 %
Čistý prac.kapitál/Aktiva	23,7 %	26,0 %	24,3 %

7.5 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability v tab. 11 demonstrují, že analyzovaný podnik byl po celé sledované období trvale ziskový a všechny druhy rentabilit dosahovaly ve srovnání s hodnotami vykázanými v rámci průměru odvětví CZ-NACE 25 (tab. 12) výborné výsledky.

Zisková marže je dle ukazatele rentability tržeb (ROS) ve všech letech výrazně vyšší než rentabilita tržeb podniků v odvětví. Zisková marže vybraného podniku činila v roce 2018 15,3 %, na rozdíl od 6,94 % vykazovaných firmami v odvětví.

Ukazatel rentability celkového kapitálu (ROA) měří produkční sílu podniku, v tomto ukazateli si stojí podnik se svými hodnotami 17,3 – 20,8 % více než výborně, rentabilita celkového kapitálu v odvětví se držela pouze na hodnotách 9,94 – 12,93 %.

Určitý výkyv zaznamenal podnik v roce 2018 u rentability vlastního kapitálu (ROE), kdy v důsledku poklesu výsledku hospodaření a na druhé straně růstu hodnoty vlastního kapitálu, byla vykázána rentabilita vlastního kapitálu pouze ve výši 33,9 %, na rozdíl od ostatních let, kdy činila vždy více než 40 %. I tak se ale opět jednalo o významně vyšší hodnotu ROE, než jakou vykazovalo v roce 2018 odvětví (13,97 %). V roce 2019 se vlivem zapojení vyššího podílu cizího kapitálu zvýšila rentabilita vlastního kapitálu až na 46,5 %.

Výsledek ukazatele rentability úplatného kapitálu (ROCE) signalizuje, že podnik efektivně využívá cizí úročený kapitál, jelikož je schopen jej zhodnotit výše, než kolik činí placené nákladové úroky. Ve sledovaném období činili hodnoty společnosti 23,7 – 25,5 %. Odvětvové průměry tohoto ukazatele vykazovaly 14,24 – 19,83 %.

Tab. 11: Ukazatele rentability vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

<i>ukazatele rentability podniku</i>	2016	2017	2018	2019
Rentabilita tržeb ROS	14,6 %	17,8 %	15,3 %	15,2 %
Rentabilita celkového kapitálu ROA	17,3 %	19,0 %	18,7 %	20,8 %
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	43,2 %	40,0 %	33,9 %	46,5 %
Rentabilita úplatného kapitálu ROCE	24,7 %	23,7 %	24,3 %	25,5 %

Tab. 12: Průměrné ukazatele rentability podniků v odvětví CZ-NACE 25 v letech 2016 – 2018 (vlastní zpracování dle MPO ČR, 2016-2018)

<i>ukazatele rentability CZ-NACE 25</i>	2016	2017	2018
Rentabilita tržeb ROS	8,33 %	7,93 %	6,94 %
Rentabilita celkového kapitálu ROA	12,93 %	12,21 %	9,94 %
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	18,75 %	16,05 %	13,97 %
Rentabilita úplatného kapitálu ROCE	19,83 %	16,99 %	14,24 %

7.6 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují míru efektivity hospodaření s vybranými položkami aktiv nebo pasiv. V tab. 13 jsou vypočteny ukazatele aktivity analyzovaného podniku a v tab. 14 ukazatele za srovnávané odvětví.

Co se týká doby obratu/obratovosti pohledávek, podnik dosahoval po celé sledované období příznivějších hodnot, než vykazovalo odvětví. Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů byly přeměňovány do peněžních prostředků např. v roce 2018 v průměru za 60 dnů, odvětví vykazovalo 79 dnů. V roce 2019 došlo u analyzovaného podniku k výraznému navýšení obratu pohledávek na 73 dnů, a to vlivem navýšení pohledávek z obchodních vztahů, kdy podnik zaznamenal významnou pohledávku po splatnosti.

V případě doby obratu/obratovosti závazků dosahoval podnik taktéž výrazně nižších hodnot, než byl průměr odvětví. V této oblasti se však nejedná o příznivý jev, i pokud se na věc podíváme v kontextu s dobou obratu pohledávek. Závazky z obchodních vztahů byly v roce 2018 podnikem hrazeny dodavatelům v průměru za 26 dnů, oproti 91 dnům vykazovaným v odvětvím. Z tab. 13 vyplývá, že společnost byla po celé sledované období v nevýhodné roli věřitele, své závazky hradila např. v roce 2019 o 50 dnů dříve, než inkasovala pohledávky. Nevyužívala tedy pro úhradu svých závazků levný obchodní úvěr.

Z hlediska doby obratu/obratovosti zásob byla situace značně rozdílná, analyzovaný podnik dosahoval výrazně vyšší hodnoty doby obratu zásob, než byl průměr odvětví. Tento jev byl způsoben vysokým stavem zásob ve všech sledovaných letech. V roce 2019 došlo k poklesu hodnoty zásob a tím i doby obratu, nicméně průměr odvětví je stále výrazně nižší. Společnost má v položce zásob vázánou značnou část peněžních prostředků, což je pro ni neefektivní.

Co se týká aktiv společnosti, obratovost se pohybovala ve sledovaných letech kolem hodnot 0,94 – 1,00, což jsou hodnoty nižší, než vykazovalo odvětví. Odvětví tedy lépe hospodařilo se svým majetkem.

Tab. 13: Ukazatele aktivity vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

aktivita podniku (ve dnech a obrátkách/rok)	2016	2017	2018	2019
Doba obratu pohledávek z obch. vztahů	49	60	60	73
Doba obratu závazků z obch. vztahů	35	36	26	23
Doba obratu zásob	123	113	120	101
Doba obratu aktiv	377	370	382	359
Obratovost pohledávek z obch. vztahů	7,33	6,04	5,99	4,93
Obratovost závazků z obch. vztahů	10,34	9,89	13,74	15,68
Obratovost zásob	2,92	3,18	2,99	3,55
Obrat celkových aktiv	0,96	0,97	0,94	1,00

Tab. 14: Průměrné ukazatele aktivity podniků v odvětví CZ-NACE 25 v letech 2016 – 2018 (vlastní zpracování dle MPO ČR, 2016-2018)

aktivita CZ-NACE 25 (ve dnech a obrátkách/rok)	2016	2017	2018
Doba obratu pohledávek z obch. vztahů	77	74	79
Doba obratu závazků z obch. vztahů	89	77	91
Doba obratu zásob	58	61	65
Obrat celkových aktiv	1,18	1,13	1,08

7.7 Závěr tradiční finanční analýzy

Finanční analýza prokázala, že se vybranému podniku v posledních letech dařilo více než výborně, v celém sledovaném období lze konstatovat rostoucí trend jak v oblasti tržeb, tak i výsledku hospodaření před zdaněním. Tento trend potvrzují i ukazatele rentability. Rentabilita tržeb neboli zisková marže se pohybovala vysoko nad průměrem odvětví, stejně jako

rentabilita celkového i vlastního kapitálu. Oba ukazatele rostly se zvyšujícím se zadlužením, působil na ně pozitivně efekt finanční páky.

Prostřednictvím dalších ukazatelů lze naopak pozorovat i slabé stránky v hospodaření podniku, a to zejména s dopadem do oblasti kapitálové struktury. Horizontální a vertikální analýza finančních výkazů prokázala rozdílné poměry v majetkové i finanční struktuře oproti průměrům vykazovaným firmami v odvětví CZ-NACE 25. Konkurenční firmy měly obecně více majetku vázáno v dlouhodobé složce a více kapitálu vázáno ve vlastních zdrojích.

Uvedené rozdíly ve skladbě majetkové a finanční struktury se dále promítly do výpočtu ukazatelů zadluženosti, kdy se dle hodnot roku 2019 podílely cizí zdroje na celkových zdrojích 67 %. Jednalo se o hodnoty vyšší než doporučené a také výrazně vyšší, než byl obvyklý průměr odvětví. Podnik navíc využíval ke svému financování převážně dlouhodobé cizí zdroje, dokonce jimi ve sledovaných letech financoval i část svého oběžného majetku. Strategie financování podniku byla i přes vysokou zadluženost konzervativní, zajišťující sice podniku finanční stabilitu, nicméně za použití dražších dlouhodobých zdrojů.

Vysoký podíl prostředků vázaných v krátkodobé složce majetku potvrdily ukazatele likvidity, kdy běžná likvidita vykazovala nadstandardně vysoké hodnoty oproti doporučovaným hodnotám i průměru odvětví. Ukazatele pohotové a hotovostní likvidity, které nereflektují ve svém výpočtu zásoby podniku, už se dostaly naopak do standardu, i když výrazně vyššího, než je průměr odvětví. Z porovnání je tedy zřejmé, že pro podnik jsou problémem především zásoby. V zásobách má vázán vysoký podíl finančních prostředků, které nemůže využívat jinak, z hlediska dopadu na kapitálovou strukturu např. ke splacení své vysoké zadluženosti.

Velmi podobné výsledky tím pádem zaznamenala i analýza aktivity. Kromě obratu pohledávek, ve které podnik dosahoval příznivějších hodnot než odvětví, vykazovaly všechny hodnoty neefektivitu, ať už se jednalo o zmiňované zásoby, závazky z obchodních vztahů nebo celková aktiva. Konkurenční firmy využívaly svůj majetek ve sledovaných letech efektivněji. Jako důležité negativum byl vyhodnocen časový nesoulad mezi dobou obratu závazků a dobou obratu pohledávek, kdy podnik platil svým dodavatelům výrazně dříve, než inkasoval pohledávky od svých odběratelů.

Výsledné hodnoty všech uvedených ukazatelů přispěly ke zjištění, že i když je analyzovaný podnik ekonomicky silným a úspěšným subjektem, jeho kapitálová struktura vykazuje určité neefektivnosti. Uvedené faktory působí negativně na finanční výkonnost podniku.

8 ANALÝZA VÝKONNOSTI S VYUŽITÍM MODERNÍCH MODELŮ

Jak bylo předesláno v teoretické části práce, ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA) umožňuje posoudit, zda společnost pro vlastníky vytváří či nevytváří hodnotu. Ukazatel pracuje s ekonomickým ziskem, když bere v úvahu alternativní náklady, ale také riziko podnikání. V další části práce jsou provedeny úpravy účetních dat na data ekonomická za období let 2016 – 2019 v následujících krocích:

- Úprava aktiv na tzv. čistá operativní aktiva (NOA = C)
- Úprava VH z běžné činnosti před zdaněním na tzv. čistý operativní zisk (NOPAT)
- Výpočet průměrných nákladů kapitál (WACC)
- Výpočet ekonomické přidané hodnoty (EVA)

8.1 Výpočet čistých operativních aktiv (NOA)

Finanční výkazy analyzovaného podniku byly sestaveny v souladu s mezinárodními účetními standardy IFRS, lze tedy předpokládat, že velká část úprav je ve výkazech již zakomponována. Po analýze přílohy účetní závěrky a po konzultaci s pracovníci finančního úseku odpovědné za sestavení účetní závěrky bylo následně vyhodnoceno, které úpravy je třeba i přesto provést, aby výkazy odpovídaly dle metodiky EVA ekonomické realitě společnosti. V tab. 15 jsou obsaženy veškeré úpravy, které jsou předmětem zásahů do aktivní strany rozvahy. Níže pak následuje krátké odůvodnění všech upravovaných položek aktiv.

Aktivace dlouhodobého pronájmu do DHM

Analyzovaný podnik využívá pro svou prodejní a obchodní činnost historickou budovu v centru Prahy. Provozuje zde jednu ze svých podnikových prodejen a také kancelářské a reprezentační prostory. Dlouhodobě si tyto prostory pronajímá a platí za ně nájemné. Společnost předpokládá pronájem na dalších min. 20 let. Expertním odhadem pracovníka investičního oddělení analyzovaného podniku byla hodnota těchto prostor stanovena k počátku roku 2016 na 44 880 tis. Kč, byl vypočten odpis na 20 let ve výši 2 244 tis. Kč/ročně a budova byla zaktivována do majetku společnosti.

Vyloučení neprovozního majetku z DHM

Podnik má ve svém majetku evidovanou budovu, kterou pronajímá spřízněné společnosti, nevyužívá ji tedy ke své provozní činnosti. V roce 2016 byla její hodnota v majetku společnosti evidována v hodnotě 10 132 tis. Kč. V každém sledovaném roce je vyloučena v hodnotě vždy snížené o plánované odpisy ve výši 356 tis. Kč.

Vyloučení nedokončeného DHM a DNM

Tento majetek nebyl v daném období k dispozici pro tvorbu hospodářského výsledku, je tedy z aktiv vyloučen v hodnotě rozvahových položek poskytnuté zálohy na pořízení DHM a na pořízení DNM.

Aktivace výzkumu do DNM

Podnik eviduje v položce dlouhodobého nehmotného majetku dle podmínek IFRS pouze vývoj. Náklady na výzkum považuje za náklad roku, ve kterém byl vynaložen. Nicméně pro potřeby výpočtu ekonomické přidané hodnoty je vhodné i tyto náklady zahrnout do majetku společnosti a dále odepisovat. Bylo tedy potřeba zjistit náklady spojené s výzkumem v každém roce, vypočíst v každém roce odpisy a rozdíl těchto hodnot aktivovat do DNM.

Aktivace oceňovacího rozdílu DHM

Z přílohy P V vyplývá, že dlouhodobý majetek podniku je ze zhruba 60 % odepsán, přesto je jeho značná část aktivně využívána pro ekonomickou činnost podniku. Rozhovor s pracovníci finančního úseku zodpovědné za sestavení účetní závěrky prokázal, že v rámci přechodu na IFRS sice byly provedeny zásahy do hodnoty majetku podniku, z dnešního pohledu se však toto ocenění ukázalo jako nízké a je zapotřebí jej upravit. Z účetního systému podniku byly tedy získány původní pořizovací ceny majetku s nulovou zůstatkovou hodnotou k 31.12.2016. Majetek byl pro tyto účely rozdělen do kategorií stavby a hmotné movité věci. Původní pořizovací hodnota již odepsaných staveb činila k 31.12.2016 částku 64 748 tis. Kč. Stavby jsou využívány ze 100 %, ale jsou ze zhruba 30 % už opotřeby. Základem pro stanovení částky k aktivaci tedy byla 70% hodnota pořizovací ceny, ve výši 45 324 tis. Kč. Tato byla podělena plánovanou životností staveb 20 let a tím byla získána částka ročního odpisu ve výši 2 266 tis. Kč. U hmotných movitých věcí byla situace jiná. Pořizovací cena majetku s nulovou zůstatkovou cenu k 31.12.2016 byla zjištěna ve výši 1 221 432 tis. Kč. Dle informací od podnikové údržby strojů je 80 % tohoto majetku aktivně využíváno. Z velké části se jedná o stroje, formy a nástroje. Majetek byl expertním odhadem pracovníka údržby ohodnocen jako ze 70 % opotřeby. Tudíž základem pro aktivaci oceňovacího rozdílu do rozvahy a pro výpočet dodatečných odpisů byla 30% hodnota, ve výši 293 944 tis. Kč. Odpisy byly rozpočítány na 8 let, hodnota ročního odpisu činí 36 643 tis. Kč.

Vyloučení přebytečné likvidity

Analýza likvidity společnosti prokázala, že hotovostní likvidita je ve společnosti poměrně vysoká. Interně byl společností stanoven limit pro optimální stav peněz a peněžních

ekvivalentů, a to pomocí ukazatele hotovostní likvidity, který by neměl překročit hodnotu 0,3. Peněžní prostředky, které společnost eviduje nad stanovenou hodnotu, jsou z výpočtu NOA vyloučeny.

Tab. 15: Úprava aktivní strany rozvahy vybraného podniku v letech 2016 - 2019 (vlastní zpracování dle interního podnikového zdroje)

<i>položka Výkazu o finanční situaci (v tis.Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
Úpravy aktiv o neprovozní položky	287 523	136 817	149 200	77 410
+ aktivace pronájmu do DHM	42 636	40 392	38 148	35 904
- vyloučení neprovozní budovy z DHM	-10 132	-9 776	-9 420	-9 064
- vyloučení nedokončeného DHM	-42 294	-63 731	-65 749	-45 543
- vyloučení nedokončeného DNM	-12 385	-8 717	-11 728	-20 388
+ aktivace výzkumu do DNM	10 140	6 152	1 896	2 975
+ aktivace oceň. rozdílů DHM (stavby)	43 057	40 791	38 525	36 259
+ aktivace oceň. rozdílů DHM (mov.věci)	256 501	219 858	183 215	146 572
- vyloučení přebytku peněz a pen. ekv.	0	-88 151	-25 686	-69 305

Vyloučení neúročeného cizího kapitálu

V následujícím kroku jsou identifikovány veškeré položky pasivní strany rozvahy, které nemají úplatný charakter – viz tab. 16. Pasivní strana rozvahy je tedy snížena o rezervy, závazky z obchodních vztahů, daňové závazky, ostatní závazky a také ostatní finanční závazky, kam spadá závazek vůči akcionáři, který nebyl úročený.

Tab. 16: Úprava pasivní strany rozvahy vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle interního podnikového zdroje)

<i>položka Výkazu o finanční situaci (v tis.Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
Úpravy pasiv o neúroč. cizí kap.	-1 068 328	-788 247	-999 324	-858 834
- rezervy	-69 476	-68 509	-70 165	-72 460
- závazky z obchodních vztahů	-328 040	-397 004	-298 287	-297 223
- daňové závazky	-147 479	-125 227	-182 087	-162 640
- ostatní závazky	-351 165	-197 507	-448 786	-326 511
- ostatní finanční závazky	-172 168	0	0	0

Upravená majetková a finanční část rozvahy

Výsledkem výše uvedených úprav je vyčíslení čistých operativních aktiv – NOA. Výkaz o finanční situaci s vyčíslením NOA je předmětem přílohy P X. Do finanční části rozvahy byly

taktéž promítnuty veškeré provedené majetkové úpravy, a to do položky ekvivalenty vlastního kapitálu. Pouze hodnota budovy, která byla zaktivována do majetku, je evidována v rozvaze jako dlouhodobý úplatný závazek z nájmu. Výsledkem je hodnota kapitálu podniku – C. Výkaz o finanční situaci s vyčíslením C je předmětem přílohy P X.

8.2 Výpočet čistého operativního zisku (NOPAT)

V této části práce je provedena úprava výsledku hospodaření před zdaněním na tzv. čistý operativní zisk (NOPAT). Při úpravách výkazu zisku a ztráty musí být zachován jednak soulad s předcházejícími úpravami rozvahy, ale také správně vypočtena daň. V tab. 17 je vytvořen přehled všech úprav spojených s vytvořením upravené rozvahy podniku. Níže jsou všechny úpravy také krátce okomentovány.

Vyloučení nákladových úroků

Z finančního výsledku hospodaření jsou vyloučeny nákladové úroky z bankovních úvěrů, dluhopisů a leasingů, tak jak jsou vykázány přímo ve výkazu zisku a ztráty.

Vyloučení výsledku hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu

Tento druh činnosti není považován za hlavní činnost podniku. Podnik evidoval výsledek hospodaření z této činnosti v ostatních provozních výnosech, odtud je tedy i vyloučen.

Vyloučení tržeb a nákladů z provozně nepotřebného DHM

Budova, která je podnikem pronajímána spřízněné společnosti byla vyloučena v rámci úprav NOA z majetku podniku. Je tedy nutné vyloučit i související tržby z nájemného, náklady na údržbu budovy a odpisy. Ani jedna z těchto položek nekoresponduje s hlavní ekonomickou činností podniku.

Vyloučení a aktivace položek spojených s aktivací pronájmu do majetku společnosti

Budova využívaná k ekonomické činnosti podniku byla zaktivována do majetku. Je tedy nutné vyloučit z výkazu zisku a ztráty původní nájemné. Naopak je třeba zaktivovat některé související náklady. Jednak byly v rámci úprav NOA vyčísleny odpisy, následně byly také odhadnuty (po dohodě s podnikovou údržbou budov) náklady na údržbu budovy.

Vyloučení a aktivace položek spojených s aktivací výzkumu

Náklady na výzkum byly v rámci úprav NOA zaktivovány do dlouhodobého nehmotného majetku. Je tedy potřeba z výkazu zisku a ztráty vyloučit v každém roce příslušné náklady

na výzkum a zaktivovat odpisy. Tyto byly vypočteny z nákladů na výzkum v každém roce a rozpočítány do čtyř následujících let.

Aktivace odpisů z oceňovacího rozdílu k DHM

V rámci úprav NOA byl zaktivován oceňovací rozdíl do majetku podniku. V této souvislosti je třeba zaktivovat náklad související s ročními odpisy tohoto rozdílu. Postup výpočtu odpisů byl popsán v rámci úprav NOA, zvlášť pro stavby a zvlášť pro hmotné movité věci.

Vyloučení mimořádné položky likvidace zásob

Podnik eviduje v ostatních provozních nákladech roku 2018 jednorázový náklad ve výši 60 498 tis. Kč spojený s likvidací nepotřebných zásob. Tento náklad byl vyhodnocen jako mimořádný a je z této položky vyloučen.

Tab. 17: Úpravy položek výkazu zisku a ztráty vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle interního podnikového zdroje)

<i>položka Výkazu zisku a ztráty (v tis.Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
VH před zdaněním	587 134	734 892	768 899	878 649
+ nákladové úroky (úvěry)	25 569	32 813	45 790	87 183
- VH z prodeje DM a materiálu	-1 002	-6 127	-893	-552
- tržby z provozně nepotřebného DHM	-1 270	-1 350	-1 480	-1 500
+ náklady z provozně nepotřebného DHM	700	720	770	800
+ odpisy z provozně nepotřebného DHM	356	356	356	356
+ původní nájemné z budovy aktivované do DHM	7 917	8 275	8 708	9 105
- dodatečné odpisy z aktivace pronájmu do DHM	-2 244	-2 244	-2 244	-2 244
- dodatečné náklady spojené s budovou (údržba)	-4 573	-4 931	-5 058	-5 240
- dodatečné odpisy aktivace nákladů na výzkum	-3 380	-6 557	-9 375	-13 492
+ náklady na výzkum	13 520	12 709	11 271	16 467
- dodatečné odpisy z oceň. rozdílu k DHM (stavby)	-2 266	-2 266	-2 266	-2 266
- dodatečné odpisy z oceň.rozdílu k DHM(mov.věci)	-36 643	-36 643	-36 643	-36 643
+ mimořádná položka likvidace zásob	0	0	60 498	0
VH před zdaněním po úpravách	583 817	729 647	838 332	930 624

Úprava daně a vyčíslení NOPAT

Pokud známe výsledek hospodaření před zdaněním, je potřeba tomuto výsledku přizpůsobit také daň z příjmu. Výpočet upravené daně z příjmu a následně výpočet čistého operativního zisku (NOPAT) je demonstrován v tab. 18. Dle informací daňové specialistiky analyzovaného podniku byla v roce 2017 uplatněna daňová pobídka a z ní plynoucí sleva na dani ve

výši 97 814 tis. Kč. Jednalo se o mimořádnou položku, která by v následujících výpočtech zkrlesovala výkonnost podniku, v tab. 18 je tedy zmíněná položka přičtena zpět k dani.

Tab. 18: Výpočet daně a čistého operativního zisku vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle interního podnikového zdroje)

položka Výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
VH před zdaněním původní	587 134	734 892	768 899	878 649
placená daň původní	92 520	37 171	143 849	167 802
+ úprava daně (mimořádná položka)	-	97 814	-	-
daňová sazba	15,76 %	18,37 %	18,71 %	19,10 %
VH před zdaněním po úpravách	583 817	729 647	838 332	930 624
upravená daň	91 997	134 022	156 839	177 728
NOPAT – operativní zisk	491 820	595 626	681 494	752 895

Upravený výkaz zisku a ztráty (NOPAT)

V následujícím kroku jsou všechny provedené úpravy zaneseny do příslušných položek výkazu zisku a ztráty, jak je patrné z přílohy P XI.

8.3 Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC)

Pro výpočet EVA je nutné znát výši průměrných nákladů kapitálu. K tomu je potřeba určit jednak výši nákladů na cizí kapitál, ale také na ten vlastní. Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je použito z důvodu srovnatelnosti více metod.

8.3.1 Náklady na cizí kapitál

Společnost využívala ke svému financování v roce 2016 převážně dlouhodobé bankovní úvěry a částečně i úvěr krátkodobý, určený pro provozní účely. V roce 2017 emitovala dluhopisy a ve stejném roce splatila všechny své dlouhodobé závazky vůči finančním institucím. Z úvěrů dále využívala už jen krátkodobý provozní úvěr, a to spíše jen doplňkově. V tab. 19 jsou vyčísleny úrokové míry pro jednotlivé formy financování, tak jak byly vypočteny z výkazů podniku. V případě nájmu byla úroková míra odvozena vlastní úvahou ze sazby stávajícího dluhopisové financování podniku s přihlédnutím k vyššímu riziku dlouhodobějšího zdroje financování, jakým by úvěr na financování nemovitosti byl. Skládá se z rizikové marže ve výši 2,0 % p. a. a průměrné roční sazby 12M PRIBOR. Z uvedených hodnot byly následně v tab. 19 vypočteny průměrné vážené náklady cizího kapitálu, ve variantách bez daňového štítu a s daňovým štítem.

Tab. 19: Přehled nákladů na cizí kapitál vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku a interních podnikových zdrojů)

<i>náklady na cizí kapitál (v %)</i>	2016	2017	2018	2019
úroková míra – dluhopisy	-	2,18 %	3,05 %	3,86 %
úroková míra – dlouhodobý úvěr	1,99 %	-	-	-
úroková míra – krátkodobý provozní úvěr	1,22 %	-	-	-
úroková míra – leasing	3,32 %	3,44 %	3,55 %	3,71 %
úroková míra – nájem	2,45 %	2,58 %	3,48 %	4,25 %
sazba daně z příjmu	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %
Náklady na cizí kapitál (bez daňového štítu)	1,93 %	2,20 %	3,06 %	3,87 %
Náklady na cizí kapitál (s daňovým štítem)	1,56 %	1,78 %	2,48 %	3,13 %

8.3.2 Náklady na vlastní kapitál

K výpočtu nákladů na vlastní kapitál je využito vícero metod výpočtu, tyto jsou následně srovnány a vyhodnoceny tak, aby výpočet zohledňoval nejvíce relevantní postup pro vybraný podnik.

Model CAPM s náhradním odhadem β

V tab. 20 jsou uvedeny všechny hodnoty nutné pro výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM. Jak bylo specifikováno v teoretické části práce, pro výpočet je použit vztah (18), podpůrně pro výpočet zadlužené β_z je použit vztah (19). Níže je uveden krátký popis jednotlivých položek, zejména jejich zdroj.

- r_f bezriziková úroková míra, tato byla zjištěna jako výnos státních obligací s 10letou dobou splatnosti (MPO ČR, 2019), pro rok 2019 (KURZY.CZ, 2020);
- $(r_m - r_f)$ vyčísleno jako celková riziková prémie kapitálového trhu ČR (Damodaran, 2020);
- β_N koeficient vyjadřující relativní rizikovost nezadluženého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti, byla použita sazba odvětví „aerospace/defense“ evropských firem (Damodaran, 2020);
- t daňová sazba ve sledovaných letech – vždy 19%;
- β_z koeficient vyjadřující relativní rizikovost zadluženého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti, nutno vypočítat pomocí vztahu (19)

Tab. 20: Výpočet nákladů na vlastní kapitál vybraného podniku v letech 2016 - 2019 metodou CAPM (vlastní zpracování, zdroje uvedeny výše)

<i>model CAPM</i>	2016	2017	2018	2019
Bezriziková sazba r_f	0,43 %	0,98 %	1,98 %	1,55 %
Riziková prémie kapitál. trhu ČR ($r_m - r_f$)	6,69 %	5,89 %	6,94 %	5,80 %
β_Z aerospace/defense	1,75	1,80	1,77	2,42
β_N aerospace/defense (Europe)	0,97	1,07	1,08	1,11
Cizí kapitál (v tis. Kč)	1 380 249	1 541 338	1 538 211	2 294 718
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	1 389 841	1 839 411	1 956 900	1 570 960
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %
Náklady na vlastní kapitál r_e	12,14 %	11,56 %	14,25 %	15,61 %

Stavebnicový model

V případě využití stavebnicové metody výpočtu nákladů na vlastní kapitál je využit vztah (20). U každého rizika, které je součástí výpočtu, existuje přesně stanovený postup výpočtu daný metodikou MPO ČR, tento byl podrobně popsán v teoretické části práce. Vypočtené hodnoty jednotlivých rizikových přírážek jsou dosazeny do tab. 21 a z nich je následně vypočtena výsledná sazba nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 21: Výpočet nákladů na vlastní kapitál vybraného podniku v letech 2016 – 2019 stavebnicovou metodou (vlastní zpracování, MPO ČR, 2016)

<i>stavebnicový model</i>	2016	2017	2018	2019
r_f – bezriziková sazba	0,43 %	0,98 %	1,98 %	1,55 %
r_{LA} – přírážka za velikost	0,16 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
r_{POD} – přírážka za podnikatelské riziko	2,91 %	2,92 %	2,84 %	2,86 %
$r_{FINSTAB}$ – přírážka za finanční stabilitu	1,45 %	1,45 %	0,92 %	1,45 %
$r_{FINSTRU}$ – přírážka za finanční strukturu	3,88 %	2,81 %	2,64 %	4,04 %
WACC	4,95 %	5,35 %	5,74 %	5,86 %
Náklady na vlastní kapitál r_e	8,83 %	8,16 %	8,38 %	9,90 %

Odhad nákladů na vlastní kapitál dle ROE odvětví

Doplňkově byla zvolena metoda odhadu nákladů na vlastní kapitál pomocí průměrné rentability vlastního kapitálu odvětví CZ-NACE 25. Pro rok 2019 byl použit průměr rentability

předchozích let, neboť tato hodnota nebyla ještě k datu práce dostupná. Pro srovnání je uvedena i rentabilita analyzovaného podniku – viz hodnoty uvedené v tab. 22.

Tab. 22: *Odhad nákladů na vlastní kapitál vybraného podniku v letech 2016–2019 metodou odhadu z průměrného ROE odvětví (vlastní zpracování, zdroje uvedeny výše)*

<i>model odhadu z ROE odvětví</i>	2016	2017	2018	2019
ROE odvětví CZ-NACE 25	18,75 %	16,05 %	13,97 %	16,26 %
ROE analyzovaného podniku	43,20 %	40,00 %	33,90 %	46,50 %
Náklady na vlastní kapitál r_e	18,75 %	16,05 %	13,97 %	16,26 %

Vyhodnocení jednotlivých metod

Náklady na vlastní kapitál byly vypočteny třemi různými metodami. Z tab. 20 – 22 jsou patrné výsledky jednotlivých metod využitých pro výpočet nákladů na vlastní kapitál. Každá poskytuje analytikovi jiný výsledek a záleží tedy na zkušenosti a znalosti konkrétní firmy, který postup či výsledek je pro sledovanou společnost relevantní. Obecně je metoda CAPM považována odbornou literaturou za metodu nejvíce sofistikovanou, jedná se o mezinárodně využívanou metodu reflektující vývoj na kapitálových trzích. Pro firmy, jejichž akcie však nejsou veřejně obchodovány na burze, je její využití omezeno na odhad náhradního β koeficientu, což je její nevýhodou. Stavebnicová metoda je považována za tuzemský pohled na cenu vlastního kapitálu, nereflktuje v dostatečném měřítku tržní pohled. Metoda odhadu ceny vlastního kapitálu z průměrné rentability odvětví je považována spíše za doplňkovou metodu. Vzhledem k tomu, že analyzovaný podnik je významným exportérem, zdá se použití mezinárodně uznávané metody nejvhodnějším řešením. Pro účely dalšího srovnávání, ale také pro následný výpočet nákladů na celkový kapitál podniku je tedy použita metoda CAPM s náhradním β koeficientem.

8.3.3 WACC – vážené průměrné náklady kapitálu

Pro výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu je použit vztah (26). Všechny potřebné podkladové hodnoty jsou uvedeny v tab. 23. V téže tabulce jsou také vyčísleny náklady na kapitál podniku.

Tab. 23: Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

vážené průměrné náklady kapitálu	2016	2017	2018	2019
náklady na cizí kapitál	1,93 %	2,20 %	3,06 %	3,87 %
náklady na vlastní kapitál	12,14 %	11,56 %	14,25 %	15,61 %
cizí kapitál (v tis. Kč)	1 380 249	1 541 338	1 538 211	2 294 718
vlastní kapitál (v tis. Kč)	1 389 841	1 839 411	1 956 900	1 570 960
celkový kapitál (v tis. Kč)	2 770 090	3 380 749	3 495 111	3 865 679
daňová sazba	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %
WACC	6,87 %	7,10 %	9,07 %	8,20 %

8.4 Ekonomická přidaná hodnota – EVA

V tab. 24 jsou vyčísleny údaje potřebné pro výpočet ekonomického přidané hodnoty EVA a ve stejné tabulce je také EVA vypočtena. Provedené úpravy, díky kterým byl převeden účetní pohled na reálnější ekonomický, způsobily snížení dosaženého zisku (NOPAT) ve všech sledovaných letech. I přesto však z výsledných hodnot EVA vyplývá, že společnost tvořila ve všech sledovaných letech ekonomickou přidanou hodnotu pro své vlastníky.

Tab. 24: Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

(v tis. Kč a v %)	2016	2017	2018	2019
NOA = C	2 770 090	3 380 749	3 495 111	3 865 679
NOPAT	491 820	595 626	681 494	752 895
RONA	17,75 %	17,62 %	19,50 %	19,48 %
WACC	6,87 %	7,10 %	9,07 %	8,20 %
SPREAD	10,89 %	10,52 %	10,43 %	11,28 %
EVA (v tis. Kč)	301 545	355 568	364 522	435 925

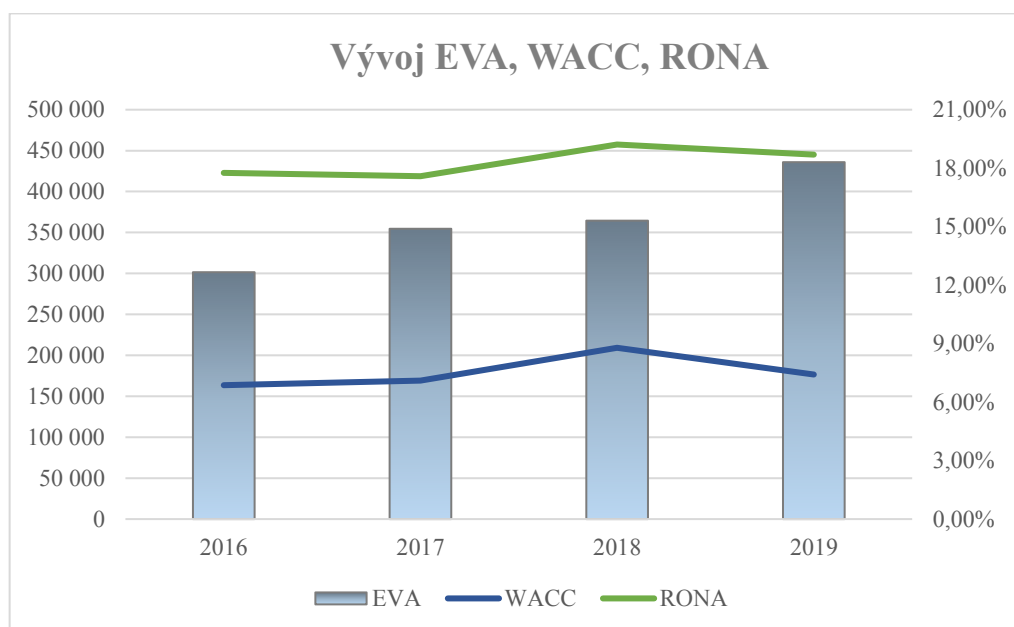
Vývoj hodnot vyčíslených v tab. 24 je zobrazen i v obr. 9. Je z něj patrné, že ekonomická přidaná hodnota EVA měla ve sledovaných letech rostoucí tendenci. Tento růst však nebyl rovnoměrný, v každém roce byl ovlivňován jinými faktory.

Hodnota investovaného kapitálu meziročně rostla, což působilo ve všech letech pozitivně i na NOPAT, společnost s daným kapitálem generovala vždy vyšší zisk. Tento efekt je vyjádřen pomocí ukazatele rentability celkového kapitálu RONA (C/NOPAT). Platí, čím vyšší

RONA, tím vyšší výkonnost podniku a také EVA. Nejeefektivněji podnik s daným kapitálem hospodařil v roce 2018 a 2019, mezi roky 2016 a 2017 došlo dokonce k poklesu.

Dalším z výrazných faktorů ovlivňujících výši EVA jsou průměrné náklady kapitálu (WACC), jejichž růst v letech 2016 – 2018 způsoboval zpomalování růstu EVA. Naopak v roce 2019 došlo vlivem poklesu WACC k výraznějšímu růstu EVA. Jak už bylo zmíněno, čím nižší náklady na kapitál, tím vyšší výkonnost podniku a EVA. Průměrné náklady na kapitál v roce 2019 významně klesly zapojením vyššího podílu cizího úročeného kapitálu – tedy působením finanční páky. V letech 2016 – 2018 sice taktéž docházelo meziročně ke zvyšování hodnoty investovaného kapitálu, nejednalo se však o zvyšování zapojováním cizího kapitálu, ale spíše kapitálu vlastního. Tento je obecně dražší a k jeho dalšímu zdražování meziročně docházelo vlivem růstu tržních úrokových sazeb, jako např. bezrizikové úrokové míry či rozličných rizikových přírážek.

Z výše uvedeného jednoznačně vyplývá, že má kapitálová struktura významný vliv na výši ukazatele EVA, a tím na výkonnost podniku. Cílem podniku pro zvýšení své výkonnosti by měla být co nejvyšší RONA a současně co nejnižší WACC. Pro maximalizaci ukazatele EVA s využitím prvků optimalizace kapitálové struktury by se měl podnik tedy primárně zaměřit na celkovou výši zapojeného kapitálu a na poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.



Obr. 9: Vývoj hodnot EVA, WACC a RONA vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

9 ANALÝZA SOUČASNÉ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODNIKU

Následující část práce je zaměřena na současnou kapitálovou strukturu vybraného podniku, resp. na determinanty, které její skladbu ovlivňují. Některá zjištění už vyplynula z tradiční finanční analýzy, jiná zase z výpočtu ekonomické přidané hodnoty EVA. Analýza na již zjištěná fakta navazuje, příp. se zabývá dalšími faktory, o kterých pojednávala teoretická část práce. Pro přehlednost je v tab. 25 uveden přehled finanční a kapitálové struktury analyzovaného podniku, tak jak byl upraven pro účely výpočtu EVA, a z něhož primárně následující analýzy vychází.

Tab. 25: Kapitálová struktura vybraného podniku v letech 2016 – 2019 navazující na úpravy pro výpočet EVA (vlastní zpracování)

<i>upravená rozvaha pro EVA (v tis. Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
INVESTOVANÝ KAPITÁL	2 770 090	3 380 749	3 495 111	3 865 679
Vlastní kapitál a fondy	1 389 841	1 839 411	1 956 900	1 570 960
% podíl na invest. kapitálu	50,2 %	54,4 %	56,0 %	40,6 %
Úročené závazky	1 380 249	1 541 338	1 538 211	2 294 718
% podíl na invest. kapitálu	49,8 %	45,6 %	44,0 %	59,4 %
- z toho dlouhodobé závazky	1 202 238	1 537 927	1 535 367	2 291 808
- z toho krátkodobé závazky	178 011	3 411	2 844	2 910

9.1 Náklady na kapitál podniku

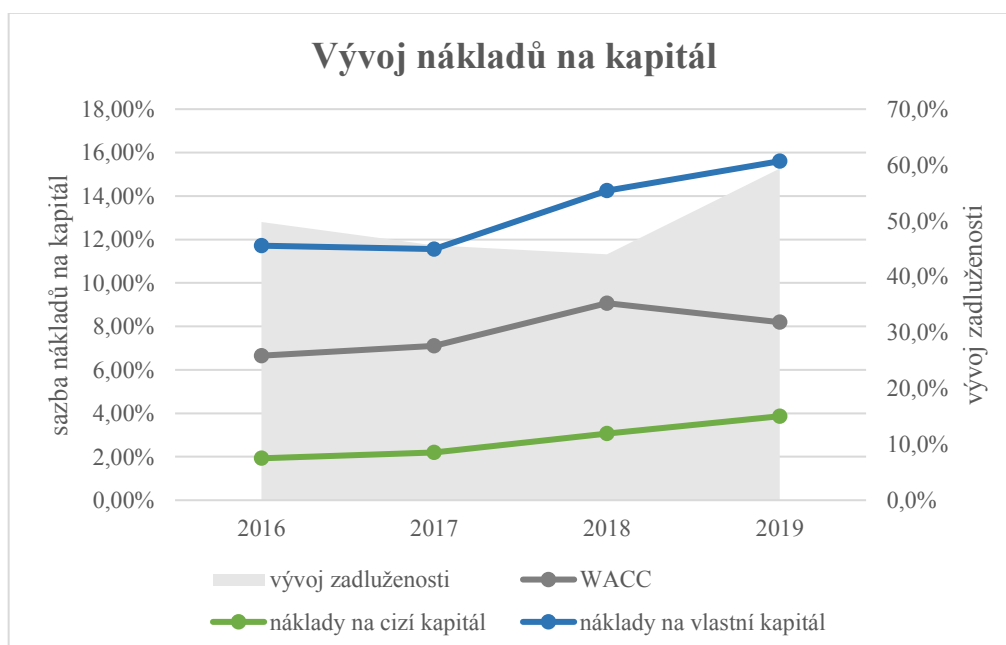
V rámci výpočtu ekonomické přidané hodnoty EVA byly vypočteny vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) vybraného podniku a vyzdvihnout jejich významný vliv na finanční výkonnost podniku. Tab. 26 uvádí kromě celkových nákladů na kapitál také další faktory, které celkové náklady na kapitál ve sledovaných letech ovlivňovaly. Z tab. 26 a obr. 10 vyplývá, že WACC měly až do roku 2018 rostoucí tendenci, v roce 2019 poklesly. Jejich výši ovlivňovaly na jedné straně náklady na cizí kapitál, které ale měly rostoucí tendenci po celé sledované období. Jejich meziroční růst byl ovlivněn především růstem referenční úrokové sazby 6M PRIBOR. Na druhé straně byly WACC ovlivněny výší nákladů na vlastní kapitál. Ty v roce 2017 ve srovnání s rokem 2016 nejprve poklesly, ale v dalších letech už měly rostoucí tendenci. Pokles roku 2017 byl způsoben jednak snížením celkové zadluženosti podniku (zapojením vyššího podílu vlastního kapitálu), ale také poklesem rizikové prémie kapitálového trhu ČR. I když i v roce 2018 došlo k dalšímu snížení celkové zadluženosti,

růst bezrizikové sazby i rizikové prémie kapitálového trhu ČR způsobily růst nákladů na vlastní kapitál. Rok 2019 a růst jeho nákladů na vlastní kapitál byl ovlivněn především výrazným zvýšením zadluženosti, další výše zmiňované faktory měly spíše klesající tendenci.

V závislosti na výše uvedeném lze vytvořit závěr, že růst WACC analyzovaného podniku byl až do roku 2018 způsoben kombinací snižující se celkové zadluženosti a zvyšujících se tržních úrokových sazeb. V roce 2019 WACC naopak poklesly, i když tržní úrokové sazby měly i v tomto roce rostoucí tendenci. Převážil tedy vliv výrazně vyšší zadluženosti podniku, kdy cena cizích zdrojů a úrokový štít snížily náklady na celkový kapitál podniku.

Tab. 26: Přehled nákladů na kapitál vybraného podniku a dalších tržních faktorů v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

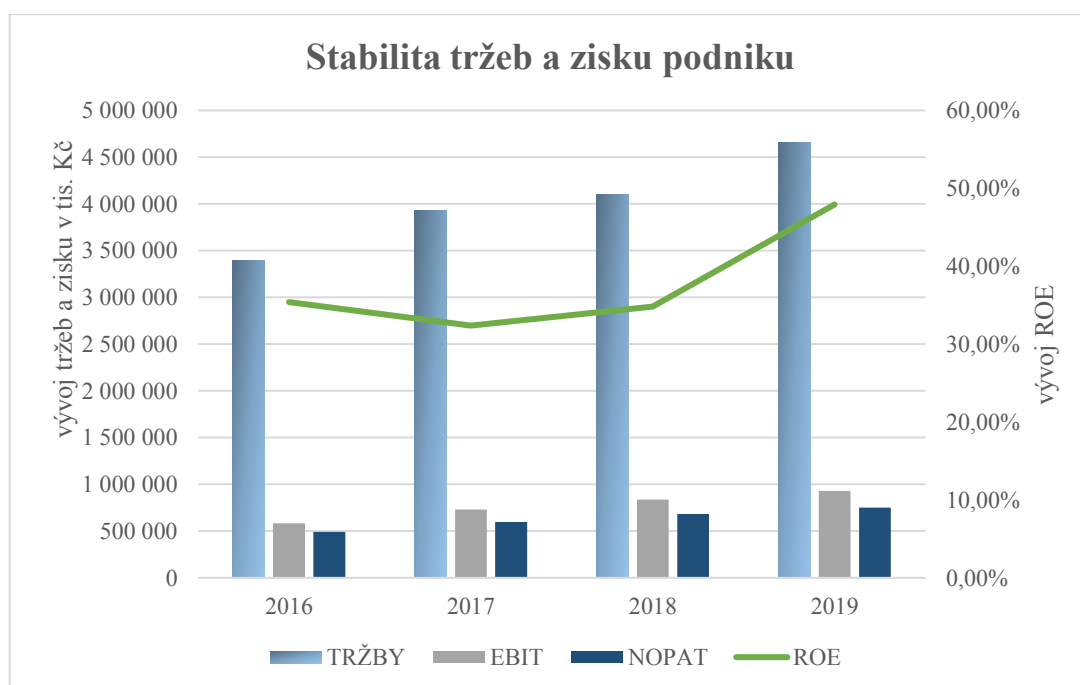
<i>náklady na kapitál a další faktory</i> (v %)	2016	2017	2018	2019
WACC	6,87 %	7,10 %	9,07 %	8,20 %
náklady na cizí kapitál	1,93 %	2,20 %	3,06 %	3,87 %
náklady na vlastní kapitál	12,14 %	11,56 %	14,25 %	15,61 %
vývoj zadluženosti	49,8 %	45,6 %	44,0 %	59,4 %
vývoj 6M PRIBOR	0,36 %	0,48 %	1,35 %	2,16 %
vývoj bezrizikové sazby	0,43 %	0,98 %	1,98 %	1,55 %
vývoj rizikové prémie kap. trhu ČR	6,69 %	5,89 %	6,94 %	5,80 %



Obr. 10: Vývoj nákladů na kapitál a zadluženosti podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

9.2 Stabilita zisku a tržeb podniku

Jak bylo řečeno v teoretické části, čím vyšší a stabilnější je perspektiva dosahování zisku, tím vyšší podíl cizího kapitálu si může podnik dovolit. Protože tak, jako může být umocněn zapojením cizího kapitálu růst ROE a výkonnosti podniku, tak může být umocněn i případný propad. Hlavním východiskem pro stabilní zisk jsou stabilní tržby, u těch samozřejmě taky platí, že dopad z jejich kolísání je při zapojení cizího kapitálu ještě více umocněn. Jak je patrné z obr. 11, položky tržby, zisk před zdaněním a úroky (EBIT) i čistý zisk (NOPAT) měly ve sledovaných letech rostoucí tendenci. Rentabilita vlastního kapitálu však do roku 2017 klesala, i když ostatní zmiňované položky rostly. Až v roce 2019 došlo díky zapojení dalšího cizího kapitálu i k výraznému růstu rentability vlastního kapitálu.



Obr. 11: Vývoj tržeb a zisku a jejich vliv na rentabilitu vlastního kapitálu vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

Následující text je detailněji zaměřen na působení jednotlivých faktorů na rentabilitu vlastního kapitálu, jako je např. vliv finanční páky a stanovení bodu indiference.

9.2.1 Finanční páka

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je přímo úměrná poměru úročeného cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu, tj. finanční páce. Tab. 27 uvádí hodnoty míry zadluženosti vč. vypočtených hodnot ROE a ROCE z korigovaných výsledků EVA ve všech sledovaných letech.

Je z nich patrné, že ve všech letech je hodnota ROCE vyšší než úroková sazba cizích zdrojů. Znamená to, že finanční páka měla při všech úrovních zadlužení kladný vliv na zvyšování rentability vlastního kapitálu. Z pohledu kapitálové struktury to znamená, že výnosnost kapitálu byla vysoká a podniku stále zůstával prostor k dalšímu zadlužování.

Tab. 27: Efekt finanční páky u vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

(v %)	2016	2017	2018	2019
míra zadluženosti	99,3 %	83,8 %	78,6 %	146,1 %
ROE	35,4 %	32,4 %	34,8 %	47,9 %
ROCE	21,1 %	21,6 %	24,0 %	24,1 %
úroková sazba cizí zdroje	1,93 %	2,20 %	3,06 %	3,87 %
efekt finanční páky	kladný	kladný	kladný	kladný

9.2.2 Bod indiference

Tab. 28 uvádí hodnoty bodu indiference pro sledované období let 2016 až 2019. Od bodu $EBIT_{ind}$ roste ROE rychleji v případě, že podnik využívá pro financování i cizí kapitál. Např. při pohledu na rok 2019, v bodě indiference by podnik generoval EBIT ve výši 149 439 tis. Kč a dosahoval rentability vlastního kapitálu 3,13 %, a to bez ohledu na zvolenou kapitálovou strukturu. Od tohoto bodu bude růst ROE tím rychlejší, čím vyšší podíl cizího kapitálu bude podnikem využíván. Z porovnání hodnot ukazatele ROE uvedeného v tab. 27 a 28 vyplývá, že podnik ve sledovaných letech opravdu zvyšoval zapojením cizích zdrojů svou rentabilitu vlastního kapitálu.

Tab. 28: Bod indiference vybraného podniku v letech 2016 -2019 (vlastní zpracování)

(v %)	2016	2017	2018	2019
vlastní kapitál	1 389 841	1 839 411	1 956 900	1 570 960
cizí zdroje	1 380 249	1 541 338	1 538 211	2 294 718
daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %
úroková sazba cizí zdroje	1,93 %	2,20 %	3,06 %	3,87 %
$EBIT_{ind}$	53 412	74 258	107 060	149 439
ROE_{ind}	1,56 %	1,78 %	2,48 %	3,13 %

9.3 Majetková struktura podniku

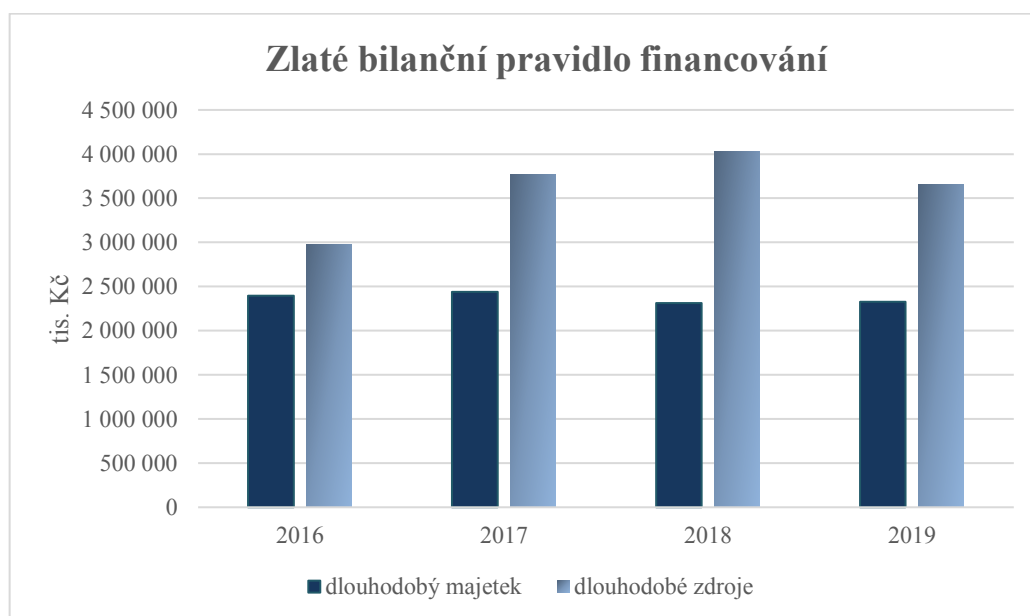
Z teoretických východisek vyplývá, že časová struktura majetkové části rozvahy by měla být skloubena s částí finanční. Z tradiční finanční analýzy vyplynula určitá zjištění a nedostatky, která se týkají právě majetkové části rozvahy. Je tedy určitě na místě podívat se na majetek podniku pohledem doporučeným ke zdárné optimalizaci kapitálové struktury. Ten by měl potvrdit, příp. vyvrátit závěry provedené už v rámci tradiční finanční analýzy.

9.3.1 Dlouhodobý majetek podniku a zlatá bilanční pravidla

Existují obecně daná pravidla, zvaná „zlatá bilanční pravidla“, která by měl podnik pro optimální financování dodržovat. Podkladové hodnoty pro níže uvedená tvrzení jsou čerpány jednak z tradiční finanční analýzy, ale také z korigovaných hodnot pro výpočet EVA.

Zlaté bilanční pravidlo financování

Podle tohoto pravidla by měl být krytý dlouhodobý majetek dlouhodobými zdroji, což je v případě analyzované společnosti splněno, a to jak z pohledu hodnot uvedených ve finančních výkazech, tak z pohledu korigovaných hodnot pro výpočet EVA (viz obr. 12). Naopak by se dalo říci, že je společnost „překapitalizovaná“, neboť dlouhodobými zdroji kryje i část oběžného majetku. Přispívá to sice k její stabilitě, nicméně to prodražuje její činnost, obecně je dlouhodobý kapitál dražší než ten krátkodobý.



Obr. 12: Pohled na zlaté bilanční pravidlo financování vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)

Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika

Toto pravidlo vlastně kopíruje ukazatel celkové zadluženosti. Podle něj by měly vlastní zdroje převyšovat cizí zdroje nebo se jim minimálně rovnat, což dle klasického účetního rozdělení na vlastní a cizí kapitál v žádném roce splněno není (viz ukazatel zadluženosti v tab. 7). Cizí zdroje vybraného podniku převyšují ve všech letech ty vlastní. Pokud bychom se ovšem na věc podívali přes korigované výsledky (pro výpočet EVA), kdy neúročené cizí zdroje jsou považovány za vlastní kapitál, pak zjistíme, že cizí zdroje jsou v letech 2016 – 2018 nižší než ty vlastní. Pouze v roce 2019 je situace opačná – celková zadluženost cizími zdroji činí 59 %. Převaha cizích zdrojů by mohla být zejména věřiteli vnímána jako rizikový znak určité nestability podniku, na druhé straně jsou však cizí zdroje obecně levnější než ty vlastní, takže daná struktura působí pozitivně na výkonnost podniku.

Zlaté bilanční pari pravidlo

Dle tohoto pravidla by na celkových dlouhodobých zdrojích měl mít převahu vlastní kapitál. Jak vyplývá z tab. 7 zpracované v rámci tradiční finanční analýzy, toto pravidlo bylo splněno v roce 2017 a 2018. V roce 2019 výrazně převýšily dlouhodobé cizí zdroje vlastní kapitál, ten se podílel na celkových dlouhodobých zdrojích jen 22 %. Z pohledu korigovaných hodnot EVA nebyl tento ukazatel splněn jen v roce 2019, kdy se vlastní kapitál podílel na celkovém dlouhodobém kapitálu 41 %. Jak už bylo řečeno, převaha vlastního kapitálu je znakem stability podniku, ovšem cena zdrojů nahrává využívání kapitálu cizího.

Zlaté bilanční poměrové pravidlo

Podle něhož by tempo růstu tržeb mělo převyšovat tempo růstu investic. Tato podmínka je splněna. Pro výpočet byly použity brutto hodnoty dlouhodobého majetku a jejich meziroční změna, na straně druhé byl použit meziroční růst tržeb podniku. Z uvedeného vyplývá, že podnik investuje v rozumné míře, je schopen investiční činnost financovat ze své provozní činnosti. Z hlediska nároků na kapitálovou strukturu se jedná o bezpečný přístup.

Tab. 29: Pohled na zlaté bilanční poměrové pravidlo vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování)

tempo růstu v %	2017/16	2018/17	2019/18
růst tržeb	15,8 %	4,4 %	13,8 %
růst investic	6,0 %	3,4 %	8,3 %

9.3.2 Krátkodobý majetek podniku a tradiční finanční analýza

Co se týká majetku podniku a jeho vlivu na rozhodování o optimální finanční a kapitálové struktuře, za bližší pohled určitě stojí i krátkodobá složka aktiv a zejména shrnutí všech zjištění, které v této oblasti už prokázala tradiční finanční analýza. Výpočet obratu celkových aktiv a jeho následné srovnání s konkurenčními podniky prokázalo, že by podnik mohl efektivněji hospodařit se svým majetkem. Konkurenční firmy vykazují vyšší obrat celkových aktiv. Současně vertikální analýza potvrdila vysoký podíl krátkodobého majetku na celkových aktivech, což také není v rámci průměru odvětví obvyklé. A konečně analýza likvidity i aktivity jednotlivých položek prokázala nadlimitní stavy krátkodobého majetku, zejména v oblasti zásob. Zásoby jsou tedy první položkou, která nadměrně zvyšuje aktiva, ale nejsou položkou jedinou. V rámci úprav EVA byly prokázány i nadlimitní stavy na bankovních účtech, které byly dále navyšovány uhrazenými pohledávkami od odběratelů. Rozhovorem s pracovníci finančního odboru analyzovaného podniku bylo zjištěno, že nadstandardně vysoký stav pohledávek z obchodního styku k 31.12.2019 byl způsoben významnou pohledávkou po splatnosti, která byla hned začátkem následujícího období podniku připsána na bankovní účet. Jejím vyrovnáním se stav bankovního účtu o necelých 300 mil. Kč ještě jednorázově navýšil. Zmíněným rozhovorem bylo také potvrzeno, že podnik dlouhodobě vykazuje vysoké stavy na bankovních účtech, tudíž zde spolu se zásobami vzniká prostor pro případnou optimalizaci. Nezbytné je tedy zamyšlení podniku nad neefektivními položkami krátkodobých aktiv a způsobem jejich financování. Podnik by si měl klást otázku, zda by eliminací neefektivních položek aktiv nemohl být snížen celkový zapojený kapitál, případně zda nejsou tyto položky financovány dlouhodobými zdroji a nedochází tak k prodražování jejich financování. Zvažována by měla být i míra financování bezúročnými cizími zdroji – dodavatelským úvěrem. Všechny výše uvedené faktory ovlivňují rozhodování o optimální kapitálové struktuře, její odpovídající nastavení má pak pozitivní dopad do výkonnosti podniku.

9.4 Dividendová politika podniku

Podnik má jednoho majitele, mateřskou společnost, které pravidelně každý rok vyplácí jak řádné dividendy, tak zálohy na dividendy. V tab. 30 jsou uvedeny hodnoty vyplacených dividend vycházející z nekorigovaných výsledků hospodaření každého účetního období. Pro tento pohled tedy nebyly využity korigované výsledky EVA, neboť i v reálu jsou podkladem pro rozhodování o výplatě dividend výsledky původní. Ve sledovaném období byly tedy dividendy vypláceny takto:

Tab. 30: Přehled vyplacených dividend vybraným podnikem v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle přílohy účetní závěrky)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Výsledek hospodaření minulých let	668 469	663 275	1 261 307	1 539 212
Výsledek hospodaření běžn. období	494 614	697 721	625 050	710 847
Vyplacená dividenda	-499 808	-99 689	-347 145	-1 027 241
Σ kumulované fondy (vlastní kapitál)	663 275	1 261 307	1 539 212	1 222 818
Počet akcií (ks)	687 494	687 494	687 494	687 494
Zisk na akcii	0,72	1,01	0,91	1,03
Dividenda na akcii	0,73	0,15	0,50	1,49
Výplatní poměr	101,1 %	14,3 %	55,5 %	144,5 %

Z tab. 30 vyplývá, že podnik vyplatil v letech 2016 a 2019 dividendy vyšší, než byl výsledek hospodaření daného roku. Pokud srovnáme výplatní poměr kumulovaně, pak podnik vyplatil ve sledovaných letech 78 % ze svého výsledku hospodaření vygenerovaného za roky 2016 – 2019. Zbylou část zisků ponechávala mateřská společnost v podniku k jeho dalšímu rozvoji. Položka kumulovaných fondů, která zahrnuje kumulované nevyplacené zisky, toto částečně potvrzuje, vykazuje až do roku 2018 rostoucí tendenci.

Co se týká druhu uplatňované dividendové politiky, tak jak byla popsána v teoretické části práce, nesplňuje žádné z uváděných pravidel. Výplatní poměr vykazuje velmi nestabilní hodnoty, lze ji tedy označit za nestabilní dividendovou politiku. Vliv dividendové politiky na kapitálovou strukturu byl ovšem významný, mateřská společnost tímto přístupem regulovala hodnotu vlastního kapitálu, udržovala ho na nízké úrovni. Podnik výplatou dividend v roce 2019 výrazně snížil podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu a následně využíval k financování především levnější cizí zdroje.

9.5 Snaha o udržení kontroly a finanční nezávislosti

Podnik je financován z větší části cizími zdroji, vlastní kapitál je minoritní částí celkového kapitálu. Riziko ztráty kontroly nad podnikem tedy určitě není nulové. A právě toto hledisko hrálo v minulosti důležitou roli při rozhodování o formě financování. Dluhopisy totiž nepřinášejí jejich emitentovi žádné závazky z pohledu zástav aktiv podniku ve prospěch věřitelů. Nepřinášejí ani nutnost průběžných splátek, pouze výplatu pololetních úroků, které podnik nijak významně finančně nezatěžují. Rozhodujícím je tedy den splatnosti dluhopisů – leden 2022, kdy bude podnik buď muset dluhopisy splatit nebo zvážit jejich přefinancování emisí

nových dluhopisů, příp. jinou formou externího financování. Co se týká finanční nezávislosti a volnosti, s ohledem na to, že podnik vykazuje dlouhodobě vysoké zůstatky na bankovních účtech, lze jej považovat za podnik připravený na případné investiční příležitosti. Tento aspekt je v podniku taktéž vyzdvihován, nicméně dle finančního ředitele vybraného podniku není úplnou prioritou. Upřednostňována je efektivita a optimální kapitálová struktura, finanční prostředky je podnik schopen si opatřit v podstatě obratem, neboť je součástí holdingu. Při nedostatku finančních prostředků je schopen načerpat prostředky od mateřské společnosti.

9.6 Omezení vybraného podniku věřiteli

Již několikrát bylo zmíněno, že podnik emitoval v roce 2017 dluhopisy, jejichž hodnotu ještě v roce 2019 navýšil dodatečnou emisí. Financování formou dluhopisů přináší dlužníkovi jakousi svobodu, ve srovnání s úvěrovým financováním, kdy je zpravidla nutné provádět zástavy aktiv a dodržovat řadu dalších podmínek banky. Z prospektu emitenta plynou podniku samozřejmě také určitá omezení, jako je např. omezení nakládání s majetkem, omezení ve výplatě dividend, omezení s přijetím dalšího zadlužení a také omezení pro dispozice s podnikem. Naprostá většina těchto omezení je navázána na plnění ukazatele zadluženosti, jak je specifikován níže.

9.6.1 Zadluženost dle věřitelů

Pokud společnost tento ukazatel plní, tzn. vykazuje jeho hodnotu nižší než 3, pak je dle věřitelů vše v pořádku. Konstrukce ukazatele je následující:

$$\text{zadluženost} = \frac{\text{čistý seniorní dluh}}{\text{EBITDA}} \quad (33)$$

kde: EBITDA – výsledek hospodaření před zdaněním, úroky a odpisy;

Čistý seniorní dluh – součet dlužných, dosud nesplacených dlouhodobých, krátkodobých úvěrů, půjček, dluhopisů a jiných závazků k finančním institucím

V tab. 31 jsou dosazeny uvedené hodnoty z původních účetních výkazů podniku, podle kterých je ukazatel reálně vyhodnocován. Podnik ve všech letech tento ukazatel splňoval.

Tab. 31: Výpočet ukazatele zadluženosti dle věřitelů vybraného podniku v letech 2016 – 2019 (vlastní zpracování dle finanční výkazů podniku)

<i>(v tis. Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
EBITDA	771 630	955 648	1 014 157	1 159 319
čistý seniorní dluh	1 337 613	1 500 946	1 500 063	2 258 814
ukazatel zadluženosti (< 3,00)	1,7	1,6	1,5	1,9

9.6.2 Úrokové krytí

Protože podnik disponuje i krátkodobým úvěrovým rámcem v podobě možnosti čerpání revolvingového úvěru až do výše 500 000 tis. Kč, financující banka vedle ukazatele zadluženosti sleduje také ukazatel úrokového krytí, jehož minimální hodnota by dle úvěrové smlouvy neměla v žádném okamžiku klesnout pod hodnotu 5. Jak už bylo uvedeno v části tradiční finanční analýzy, ve sledovaném období byl tento ukazatel splněn. Podnik by ze svého výsledku hospodaření před zdaněním a úroky byl schopen nákladové úroky v roce 2019 uhradit 11krát. S ohledem na kapitálovou strukturu zde vzniká podniku čistě teoreticky prostor pro přijetí dalšího financování cizími zdroji. Tento ukazatel, stejně jako ostatní, je však nutno dávat do kontextu s ostatními faktory.

10 ZÁVĚR ANALYTICKÉ ČÁSTI

Závěr analytické části představuje splnění druhého dílčího cíle práce, a sice identifikaci zjištěných nedostatků a také budoucích potřeb podniku v souvislosti s jeho kapitálovou strukturou. Vybraný podnik je ekonomicky silným subjektem, jedná se o podnik s vlastním výrobkem, s vlastním výzkumem a vývojem a s prodejní sítí celosvětového rozsahu. Jeho ukazatele rentability jsou ve srovnání s odvětvovými průměry nadstandardní a stejný závěr byl vytvořen i na základě výpočtu ekonomické přidané hodnoty – podnik vytváří hodnotu pro svého majitele. I když vykazuje relativně vysokou zadluženost, může si ji s přihlédnutím ke své produkční síle a stabilitě zisků dovolit, navíc jeho zadluženost přispívá ke zvyšování rentability vlastního kapitálu. O významnosti podniku vypovídá také jeho postavení emitenta dluhopisů, prospekt emitenta cenného papíru umožňuje podniku dále svou zadluženost zvyšovat. Rozhovory s managementem podniku však potvrdily, že podnik neplánuje svou zadluženost dále zvyšovat, jeho snahou je současnou kapitálovou strukturu zefektivňovat. Navíc bude podnik v blízké budoucnosti, v souvislosti se splatností dluhopisů v lednu 2022, postaven před strategické rozhodnutí, jakou formu externího financování zvolit. Níže jsou shrnuta nejvýznamnější zjištění vyplývající z provedených analýz. Podniku tak vzniká prostor pro optimalizaci jeho kapitálové struktury především v těchto oblastech:

Vysoká rentabilita kapitálu podniku – je důležitým faktorem, který ovlivňuje kapitálovou strukturu podniku. Tím, že podnik vysoce zhodnocuje svůj kapitál, má tendenci preferovat cizí zdroje a dále zvyšovat své zadlužení.

Podnik je překapitalizovaný – vzhledem ke své majetkové struktuře podnik využívá vysoký podíl dlouhodobých zdrojů, využití krátkodobých zdrojů je v podniku podceněno.

Nevyužitý krátkodobý majetek podniku – v položkách krátkodobých aktiv, zejména v zásobách, má podnik vázány nadlimitní finanční prostředky bez užitku.

Podnik nevyužívá levného dodavatelského úvěru – svým dodavatelům platí výrazně dřív, než inkasuje pohledávky od odběratelů. Nevyužívá tedy levného dodavatelského úvěru.

V návaznosti na výše uvedené by se měl podnik při hledání vhodné kapitálové struktury zaměřit jednak na celkovou výši zapojeného kapitálu, ale také na vhodný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, příp. na poměr mezi dlouhodobou a krátkodobou složkou cizího kapitálu. Vylepšení těchto poměrů by přispělo ke snížení nákladů na kapitál. V návaznosti na cenu kapitálu je potřeba podnikem zvážit i otázku zdroje externího financování a možnost využití samofinancování. Uvedené oblasti jsou dále rozpracovány v projektu.

11 PROJEKT ZVÝŠENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI OPTIMALIZACÍ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

Na základě teoretické základny a všech provedených analýz je možno přistoupit k návrhům optimalizace finanční a kapitálové struktury s využitím jednotlivých optimalizačních teorií. Primárním cílem je snížení průměrných vážených nákladů kapitálu a tím zvýšení výkonnosti a hodnoty podniku. Tento cíl by však měl být podpořen optimalizací dalších zjištěných nedostatků při zohlednění potřeb vybraného podniku.

11.1 Východiska pro optimalizaci kapitálové struktury

Analytická část práce prokázala některé nedostatky, díky kterým je možno spolu s teoretickými východisky formulovat otázky, na které by si měl podnik postupně odpovědět:

- Je možno zvýšit finanční výkonnost podniku prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury?
- Nedá se cizí kapitál pořídit levněji?
- Je současný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem optimální?
- Je poměr mezi krátkodobou a dlouhodobou složkou cizího kapitálu optimální?
- Pracuje podnik efektivně s daným množstvím celkového kapitálu?
- Využívá podnik efektivně neúročený cizí kapitál?

Co se týká potřeb vybraného podniku, rozhovorem s managementem bylo potvrzeno, že:

- Podnik nehodlá dále zvyšovat svou zadluženost cizími zdroji, jeho cílem je kapitálovou strukturu zefektivňovat.
- Zásahy do kapitálové struktury by měly být v souladu s plánovaným přeřinancováním současného zdroje externího financování, tedy dluhopisů splatných v lednu 2022.

Pro potřeby optimalizace kapitálové struktury lze využít různé přístupy pro stanovení nákladů na cizí kapitál. V rámci této práce je cena cizího kapitálu zjištěna na základě rámcové nabídky financování poskytnuté jednou ze spolupracujících bank vybraného podniku. Nabídka obsahuje kromě poskytnutých sazeb také popis přístupu banky k riziku vybraného podniku a vysvětlení vývoje sazeb v závislosti na měnící se zadluženosti podniku.

V následujícím textu jsou postupně sestaveny varianty možných kroků směřujících ke snížení nákladů na kapitál se zohledněním finančních potřeb podniku.

11.1.1 Pohled banky na cenu cizího kapitálu

Jak už bylo řečeno, podnik je v současné době financován výhradně dlouhodobými pětiletými dluhopisy, které byly emitovány v lednu roku 2017 a jejich splatnost je předpokládána v lednu 2022. Je tedy pravděpodobné, že minimálně v roce 2021 se bude muset podnik zabývat myšlenkou, jakou variantu financování zvolit do budoucna. K sestavení možných variant budoucího vývoje, především z pohledu nákladů na cizí kapitál, bylo nutné získat pohled banky na podnik, příp. zjistit, za jakých podmínek by byla ochotna podnik financovat. Za tímto účelem byla získána od jedné ze spolupracujících bank nabídka financování.

Dle banky probíhá hodnocení rizikovosti obchodních společností při žádosti o úvěr prostřednictvím analýzy vybraných ukazatelů, které jsou následně porovnávány jak v jejich nominální výši, tak srovnáním se společnostmi v oboru. Z dílčích ukazatelů je následně vypočten průměrný rating, který v zásadě reflektuje statistickou veličinu pravděpodobnosti „defaultu“ neboli selhání nedodržením platebních závazků.

Níže jsou v tab. 32 uvedeny finanční ukazatele vstupující do výpočtu, vč. hodnot, které podnik vykazoval k datu hodnocení bankou. Hodnoty vychází z původních finančních výkazů k 31.12.2019. Poslední položkou v tabulce je rating, který byl bankou podniku přidělen.

Tab. 32: Výtah z bankovní analýzy vybraného podniku k 31.12.2019 (vlastní zpracování dle podkladu z banky)

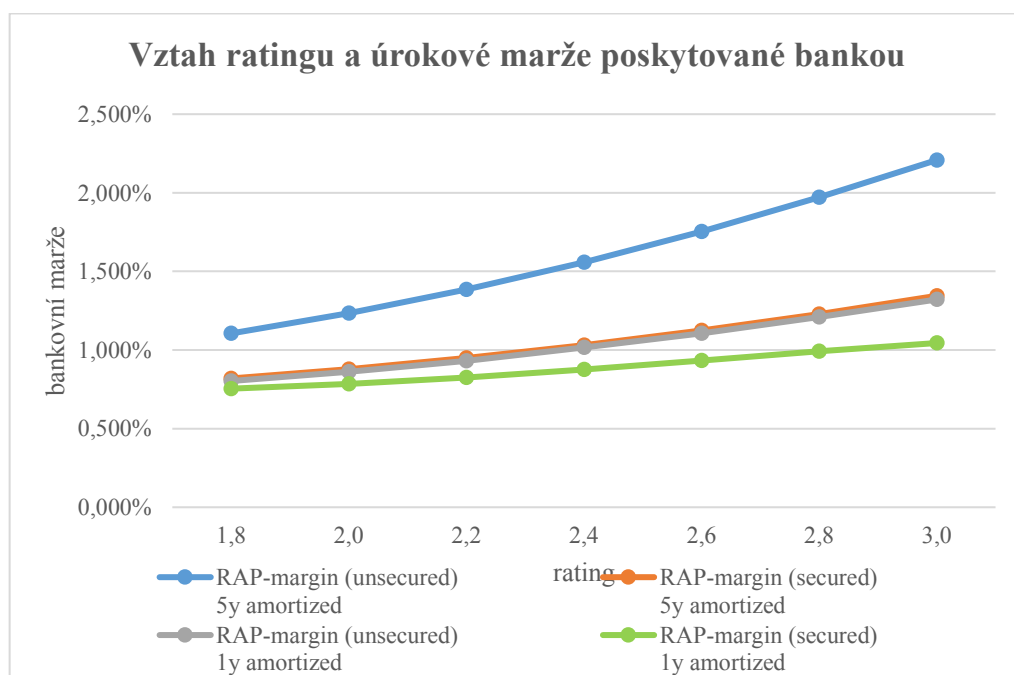
<i>bankovní analýza</i>	2019
zadluženost (dluh/EBITDA)	1,9
EBIT úrokové krytí	18,7
běžná likvidita	1,9
rentabilita úplatných zdrojů	23,6 %
dluhový rámec/celkové zdroje	47,9 %
růst tržeb	13,8 %
EBITDA marže	24,9 %
tržby	4 661 594
aktiva	5 755 185
rating udělený podniku bankou	2,6

Pro komplexní představu a možnost dalších zjednodušených výpočtů byly bankou poskytnuty vysvětlující informace k hodnocení podniku a k přidělenému ratingu. Ratingová škála má rozmezí 1,0 – 6,0, přičemž 1,0 je považováno za bezrizikové a 6,0 za insolvenční případ. Rozvinuté státy se s ratingem pohybují na úrovních 1,2 až 2,0; např. Česká republika má

rating 1,6. Stabilní větší korporace se se svým ratingem pohybují v rozmezí 2,2 až 2,8, menší společnosti s nižší bonitou pak v rozmezí 3,0 až 3,8. Vybraný podnik je dle přiděleného ratingu 2,6 vnímán věřiteli více než uspokojivě. Na změnu ratingu z pohledu banky má nevýznamnější vliv změna ukazatele zadluženosti, tak jak je definován i v současném prospektu emitenta dluhopisů, což je tedy poměr dluh/EBITDA. Souběžně banka uvádí, že pro komplexní rating je třeba i komplexní finanční analýza. Ze zkušenosti banka odhaduje, že při změně úrovně zadluženosti ze současné úrovně 1,9 na úroveň 2,9 by došlo ke zhoršení ratingu na hodnotu 3,0. V tab. 33 jsou vyčísleny úrokové marže poskytnuté bankou, vliv ratingu na úrokovou marži je graficky znázorněn na obr. 13.

Tab. 33: Nabídka banky na financování vybraného podniku (bankovní zdroj)

rating	RAP-margin (unsecured) 5y amortized	RAP-margin (secured) 5y amortized	RAP-margin (unsecured) 1y amortized	RAP-margin (secured) 1y amortized
1,8	1,106 %	0,819 %	0,803 %	0,754 %
2,0	1,234 %	0,878 %	0,861 %	0,784 %
2,2	1,386 %	0,949 %	0,932 %	0,826 %
2,4	1,558 %	1,030 %	1,016 %	0,877 %
2,6	1,754 %	1,124 %	1,105 %	0,934 %
2,8	1,970 %	1,229 %	1,210 %	0,992 %
3,0	2,208 %	1,345 %	1,321 %	1,045 %



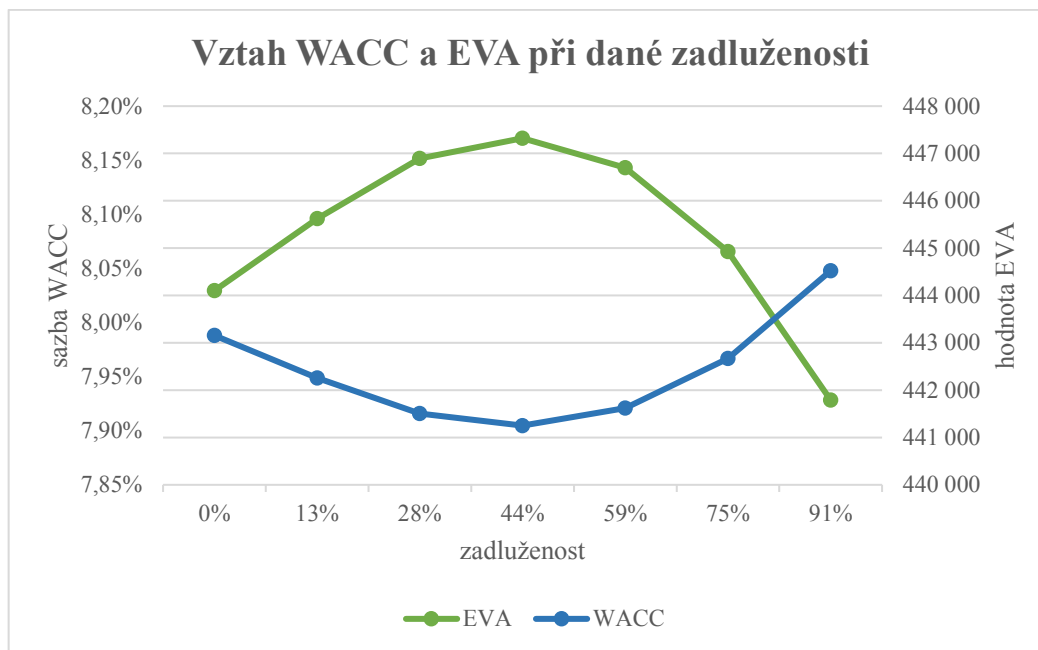
Obr. 13: Vztah ratingu a úrokové marže nabídnuté bankou (bankovní zdroj)

11.1.2 Optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem dle nabídky banky

V následující části práce je proveden přepočítání nabídky banky na podmínky vybraného podniku při různých úrovních zadluženosti. Prostřednictvím modelu uvedeného v tab. 34 je simulován vývoj nákladů na cizí kapitál při různých úrovních zadluženosti – mění se úroková marže dle rizika vyhodnoceného bankou, následně se mění náklady na vlastní kapitál, což při konstantním zisku ovlivňuje náklady na celkový kapitál a EVA. Model vychází z předpokladu, že současný rating podniku 2,6 odpovídá podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu 59 %, jak bylo vyhodnoceno v rámci úprav EVA. Podkladové hodnoty kapitálové struktury (EBITDA, vlastní a cizí kapitál) uváděné v tab. 34 odpovídají korigovaným hodnotám výkazů pro účely výpočtu EVA. Cílem tohoto přepočtu je zjištění, jaká úroveň celkové zadluženosti je pro podnik optimální z hlediska ceny kapitálu. Cena cizího kapitálu tedy vychází ze sazeb nabízených bankou pro pětiletý zajištěný úvěr s připočtením průměrné sazby 6M PRIBOR roku 2019. Cena vlastního kapitálu vychází z přepočtů CAPM pro dané úrovně zadluženosti. Pro úplnost je v tab. 34 vypočtena také ekonomická přidaná hodnota EVA pro všechny úrovně zadluženosti s využitím NOPAT roku 2019.

Tab. 34: Přepočítání nabídky banky na zadluženost vybraného podniku (vlastní zpracování)

<i>celková zadluženost podniku (cizí zdroje/celkové zdroje)</i>	13 %	28 %	44 %	59 %	75 %	91 %
rating odpovídající zadluženosti	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0
zadluženost dle banky dluh/EBITDA	0,4	0,9	1,4	1,9	2,4	2,9
<i>kapitálová struktura při dané zadluženosti (v tis. Kč):</i>						
EBITDA	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952
celkové zdroje	3 865 679	3 865 679	3 865 679	3 865 679	3 865 679	3 865 679
- vlastní kapitál	3 379 298	2 771 322	2 163 346	1 570 960	947 394	339 418
- cizí zdroje	486 381	1 094 357	1 702 333	2 294 718	2 918 285	3 526 261
<i>náklady na kapitál při dané zadluženosti:</i>						
N _{CK}	3,04 %	3,11 %	3,19 %	3,28 %	3,39 %	3,50 %
N _{VK}	8,74 %	10,05 %	12,09 %	15,61 %	24,05 %	62,17 %
WACC	7,95 %	7,92 %	7,90 %	7,92 %	7,97 %	8,05 %
EVA	445 626	446 897	447 322	446 702	444 931	441 789



Obr. 14: Vztah WACC a EVA při dané zadluženosti podniku (vlastní zpracování)

Z tab. 34 je patrné, že úroková sazba nákladů na cizí kapitál roste velmi pozvolna na základě zvyšující se zadluženosti podniku. Narozdíl od nákladů na vlastní kapitál, které rostou exponenciálně. Čím víc je podnik zadlužen, tím výrazněji tento typ nákladů roste. Co se týká výsledných průměrných vážených nákladů na celkový kapitál, se zapojováním cizího kapitálu klesají vlivem působení daňového štítu – finanční páky. Klesají až do výše zadluženosti 44 %, kdy dochází ke zvratu vlivem vysokého rizika, které působí jednak na cizí, ale také vlastní kapitál. Obr. 14 znázorňuje vztah průměrných nákladů kapitálu a výkonnosti podniku. Je z něj patrné, že v bodě, kdy jsou náklady na kapitál nejnižší, je výkonnost podniku naopak nejvyšší.

Jak bylo řečeno, pro věřitele je prvořadý pohled přes ukazatel podílu seniorního dluhu vůči EBITDA. Z nabídky banky i ze zmiňovaného prospektu emitenta vyplývá, že pokud podnik vykazuje tento ukazatel zadluženost menší než 3,0, pak věřitel nemá s poskytnutím dalšího financování problém. Dokonce i při podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu ve výši 91 % je cena cizího kapitálu pouhá 3,5 %. V této souvislosti se nabízí otázka, zda je zadluženost podniku 91 % opravdu tak vysoká, jak se z účetního hlediska jeví. Je opravdu dostatečující pro účely optimalizace kapitálové struktury znát pouze účetní hodnotu vlastního kapitálu?

11.1.3 Tržní hodnota vlastního kapitálu podniku a náklady na kapitál

Výsledky analýz současné kapitálové struktury podniku nabízí otázku, zda je podnik opravdu tak zadlužen, jak ukazuje účetní pohled. K tomuto zamyšlení nutí i nabídka banky. Když je dle předběžné nabídky banka ochotná financovat podnik bez jakýchkoliv problémů až do hodnoty zadluženosti 3,0 (dluh/EBITDA) – což odpovídá dle tab. 34 celkové zadluženosti 91 %, vnímá banka opravdu zadluženost dle účetních hodnot uvedených ve výkazech podniku? Cílem následující kapitoly je odstranění této nevýhody zrealněním hodnoty vlastního kapitálu na jeho tržní hodnotu. Akcie vybraného podniku nejsou veřejně obchodovány na burze, tržní hodnota vlastního kapitálu je tedy odhadnuta s využitím konceptu EVA entity, konkrétně pomocí výpočtu MVA – hodnoty přidané trhem. V dalším textu jsou stanoveny předpoklady modelu, je vypočtena brutto a netto hodnota podniku, ze které je pak dopočítána tržní hodnota vlastního kapitálu. Považuji za důležité zmínit, že není ambicí této práce určit tržní hodnotu podniku. Cílem kapitoly je, jak už bylo zmíněno, pomocí zjednodušených postupů vyčíslit hodnotu vlastního kapitálu pro účely zrealnění skutečné kapitálové struktury a její další optimalizace.

K výpočtu hodnoty přidané trhem (MVA) je přistoupeno dle teoretických východisek uvedených v kapitole 1.2.2. jako k výpočtu současné hodnoty budoucích výsledků EVA dle vztahu znázorněného v obr. 2. Předpoklady pro výpočet, konzultované a odsouhlasené s odborem controllingu vybraného podniku, jsou uvedeny v tab. 35. Vyplývá z ní, že podnik předpokládá na základě svých strategických výhledů trvale udržitelnou výši investovaného kapitálu ve výši 3 900 000 tis. Kč, udržitelná hodnota rentability celkového kapitálu (RONA) kalkuluje s hodnotou 19,50 %, z toho vyplývající výsledek hospodaření v podobě NOPAT je 760 500 tis. Kč. Průměrné náklady kapitálu (WACC) jsou zachovány na úrovních roku 2019, pro zjednodušení je předpokládáno, že WACC v této výši představují hodnotu stabilní a dlouhodobě udržitelnou.

Tab. 35: Výpočet MVA a tržní hodnoty vlastního kapitálu vybraného podniku k 31.12.2019 (vlastní zpracování)

položky pro výpočet MVA a tržních hodnot (v tis. Kč a v %)	
plánovaná výše NOA = C	3 900 000
plánovaná udržitelná RONA	19,5 %
plánovaný NOPAT	760 500
trvalá výše WACC	8,20 %

trvalá výše EVA	440 679
pokračující hodnota EVA (EVA/WACC)	5 373 767
MVA k 31.12.2019 (EVA/WACC)/(1+WACC)	4 966 488
+ investovaný kapitál C	3 900 000
výnosová hodnota brutto k 31.12.2019	8 866 488
- úročený cizí kapitál	-2 294 718
výnosová hodnota netto k 31.12.2019	6 571 769
<i>výsledný podíl cizí kapitál/celkový kapitál</i>	<i>25,9 %</i>

Výsledný podíl cizího kapitálu na kapitálu celkovém (25,9 %) neodpovídá předpokládané struktuře. Ocenění z toho plynoucí je tedy zatíženo chybou, je nutné sladit předpokládanou strukturu se strukturou výslednou. Pomocí iterační metody je znovu proveden výpočet EVA, WACC a tržní hodnoty vlastního kapitálu – viz tab. 36.

Tab. 36: *Iterační postup pro výpočet MVA a tržní hodnoty vlastního kapitálu vybraného podniku k 31.12.2019 (vlastní zpracování)*

položky pro výpočet MVA a tržních hodnot (v tis. Kč a v %)

plánovaná udržitelná výše NOA = C	3 900 000
plánovaná udržitelná RONA	19,50 %
plánovaný NOPAT	760 500
trvalá výše WACC	8,08 %
trvalá výše EVA	445 408
pokračující hodnota (EVA/WACC)	5 512 960
MVA k 31.12.2019 (EVA/WACC)/(1+WACC)	5 100 848
+ investovaný kapitál C	3 900 000
výnosová hodnota brutto k 31.12.2019	9 000 848
- úročený cizí kapitál	-2 294 718
výnosová hodnota netto k 31.12.2019	6 706 130
<i>výsledný podíl cizí kapitál/celkový kapitál</i>	<i>25,5 %</i>
+ neoperativní majetek	144 300
tržní hodnota vlastního kapitálu k 31.12.2019	6 850 430
tržní hodnota podniku k 31.12.2019	9 145 148

Z tab. 36 je zřejmé, že výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu je 6 850 430 tis. Kč. Výsledný podíl zadluženosti (cizí kapitál/celkový kapitál) se přepočtem na tržní hodnotu vlastního kapitálu výrazně změnil, z 59,4 % na 25,5 %. Tomuto poměru odpovídá i nová hodnota vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC) ve výši 8,08 %. Díky zrealnění hodnoty

vlastního kapitálu lze na podnik a jeho kapitálovou strukturu nahlížet novou optikou. Lze předpokládat, že potenciální věřitel bude na podnik nahlížet právě z tohoto úhlu pohledu, podniku by se tak tedy otvíral nový prostor pro přijetí dalšího financování.

Dále je znovu využita cenová nabídka banky a přepočtena stejným způsobem na podmínky zadluženosti podniku. Cílem je potvrzení optimální výše zadluženosti podniku, popř. zjištění nového optima, při kterém budou náklady na kapitál minimální.

Tab. 37: Přepočet nabídky banky na zadluženost vybraného podniku v tržních hodnotách (vlastní zpracování)

<i>celková zadluženost podniku (cizí zdroje/celkové zdroje)</i>	5 %	12 %	19 %	25 %	32 %	39 %
rating odpovídající zadluženosti	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0
zadluženost dle banky (dluh/EBITDA)	0,4	0,9	1,4	1,9	2,4	2,9
<i>kapitálová struktura při dané zadluženosti (v tis. Kč):</i>						
EBITDA	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952
celkové zdroje	9 000 848	9 000 848	9 000 848	9 000 848	9 000 848	9 000 848
- vlastní kapitál	8 514 467	7 906 491	7 298 515	6 706 130	6 082 563	5 474 587
- cizí zdroje	486 381	1 094 357	1 702 333	2 294 718	2 918 285	3 526 261
<i>náklady na kapitál při dané zadluženosti:</i>						
N _{CK}	3,04 %	3,11 %	3,19 %	3,28 %	3,39 %	3,50 %
N _{VK}	8,29 %	8,71 %	9,20 %	9,77 %	10,49 %	11,35 %
WACC	7,97 %	7,96 %	7,95 %	7,96 %	7,98 %	8,01 %

Z tab. 37 vyplývá, že náklady na cizí kapitál se oproti účetní variantě nezměnily, neboť se nezměnila ani hodnota cizího kapitálu. Mění se pouze náklady na vlastní kapitál díky změněnému poměru mezi vlastním a cizím kapitálem. To má samozřejmě vliv na vážené průměrné náklady kapitálu, které jsou nejnižší při úrovni zadluženosti 19 %. Tato úroveň odpovídá zadluženosti 44 %, pokud bychom vycházeli z účetních hodnot vlastního kapitálu. Změnila se pouze sazba nákladů na vlastní kapitál, která byla dle tržních hodnot vyčíslena na 7,95 %.

11.2 Návrhy optimální kapitálové struktury

V této fázi je možno na základě dostupných informací postupně sestavovat návrhy pro možnou optimalizaci kapitálové struktury s cílem zvýšení výkonnosti podniku. Prvořadým úkolem je stanovení takové finanční a kapitálové struktury podniku, při které jsou náklady na kapitál minimální s tím, že budou zohledněny i všechny zjištěné nedostatky v současné kapitálové struktuře podniku. Optimalizační prvky budou přidávány v rámci jednotlivých

variant postupně, aby byly zřejmé dopady částečných kroků a podnik tak měl případně i možnost výběru mezi navrhovanými variantami. Nalezení optima kapitálové struktury je složitou otázkou a do značné míry závisí na vnímání rizika a dalších faktorů managementem. V tab. 38 je rámcově vyčísleno 6 variant kapitálové struktury, i když samozřejmě v praxi by takových variant a kombinací mohlo být sestaveno nepřehledné množství.

Úvodem lze ve zkratce nastínit metodiku jednotlivých návrhů, které jsou obsahem tab. 38, i když podrobný popis jednotlivých variant a jejich dopadů bude předmětem následujících kapitol. Varianta 0 je považována za výchozí srovnávací variantu, představuje současnou finanční a kapitálovou strukturu podniku. Varianta 1 je v podstatě taktéž současnou variantou, ale oproti variantě 0 je doplněna o krátkodobý úvěr, který má podnik možnost čerpat, ale nečerpá. Varianta 2 se primárně zabývá cenou cizího kapitálu, ukazuje změnu v nákladech na celkový kapitál, pokud by se podnik rozhodl pro využití jiného dlouhodobého cizího zdroje. Varianta 3 zvažuje zapojení krátkodobých cizích úplatných zdrojů, které podnik prakticky doposud nevyužívá, zohledňuje tak především zlaté pravidlo financování. Varianta 4 pak řeší optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. A konečně varianta 5 shrnuje závěry všech předchozích návrhů, a navíc ukazuje dopad snížení hodnoty celkového kapitálu eliminací zjištěných neefektivit v aktivní části rozvahy.

Tab. 38: Návrh variant pro optimalizaci kapitálové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	var. 0	var. 1	var. 2	var. 3	var. 4	var. 5
celková zadluženost	59 %	64 %	59 %	59 %	50 %	55 %
celkové zdroje	3 865 679	4 365 679	3 865 679	3 865 679	3 865 679	3 503 800
vlastní kapitál	1 570 960	1 570 960	1 570 960	1 570 960	1 932 839	1 570 960
cizí kapitál	2 294 718	2 794 718	2 294 718	2 294 718	1 932 839	1 932 839
- dluhopisy	2 253 987	2 253 987	0	0	0	0
- dlouhodobý úvěr	0	0	2 253 987	1 553 987	1 192 108	1 192 108
- krátkodobý úvěr	0	500 000	0	700 000	700 000	700 000
- leasing	4 828	4 828	4 828	4 828	4 828	4 828
- nájem	35 904	35 904	35 904	35 904	35 904	35 904

V dalším kroku (tab. 39) jsou navrhované varianty kapitálové struktury přepočítány dle doporučeného ukazatele banky – zadluženost (dluh/EBITDA), přičemž za EBITDA je dosazována opakovaně stejná hodnota 1 215 952 tis. Kč platná k 31.12.2019. Tento přepočet je

V tab. 41 jsou vyčísleny náklady na vlastní kapitál vypočtené metodou CAPM, tudíž zohledňující úroveň zadluženosti jednotlivých variant. Z průměrné sazby cizího i vlastního kapitálu jsou následně vypočteny i vážené průměrné náklady na celkový kapitál se zohledněním daňové sazby 19 %.

Tab. 41: Výpočet nákladů na kapitál pro jednotlivé varianty optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování)

<i>náklady na kapitál (v %)</i>	var. 0	var. 1	var. 2	var. 3	var. 4	var. 5
WACC	8,20 %	8,14 %	7,93 %	7,88 %	7,86 %	7,85 %
náklady na vlastní kapitál	15,61 %	17,27 %	15,61 %	15,61 %	13,20 %	14,40 %
náklady na cizí kapitál	3,87 %	3,72 %	3,30 %	3,20 %	3,11 %	3,11 %
daňová sazba	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %

Z tab. 41 vyplývá, že varianta 5 představuje z pohledu WACC nejvýhodnější řešení pro podnik. Jak bylo ovšem několikrát zmíněno, není možné se na věc dívat z jednoho úhlu pohledu, v textu níže budou navrhované varianty popsány, příp. podrobeny dalším výpočtům.

11.2.1 Varianta 0 a 1

Nultá varianta je výchozí variantou, v práci je zakotvena především pro účely dalšího srovnávání. Tato varianta předpokládá úroveň celkové zadluženosti 59 % a financování cizími úplatnými zdroji výhradně dlouhodobého charakteru. Podnik se financuje dlouhodobými dluhopisy s úrokovou marží 1,70 % p. a. + 6M PRIBOR.

Varianta 1 by se dala za určitých okolností také nazvat jako současná, neboť oproti variantě 0 počítá navíc s reálným úvěrovým rámcem pro krátkodobý revolvingový úvěr, který má podnik možnost čerpat pro své provozní potřeby. Tento ovšem reálně nečerpá. Pokud by tedy podnik tento krátkodobý úvěr čerpal v plné výši 500 mil. Kč, zvýšila by se jeho celková zadluženost na 64 %, jak je zřejmé z varianty 1 v tab. 38. Revolvingový úvěr má dle stávajících podmínek úvěrové smlouvy marži 1,0 % p. a. + 1M PRIBOR.

Z výsledků WACC u těchto dvou variant je patrné, že se jedná o dvě nejméně výhodné varianty z pohledu nákladů na celkový kapitál. Jak vyplývá z tab. 41, zapojením dodatečných krátkodobých zdrojů dle varianty 1 by klesly jednak průměrné náklady na cizí kapitál, ale také průměrné náklady na celkový kapitál. Nicméně je třeba předpokládat, že i když klesají průměrné náklady na celkový kapitál, zvýšení hodnoty celkového zapojeného kapitálu bude

způsobovat naopak neefektivitu. Je tedy zřejmé, že vliv změny kapitálové struktury bude muset být otestován na dalších ukazatelích výkonnosti.

11.2.2 Varianta 2

V rámci varianty 2 je testován dopad změny způsobu financování dlouhodobými cizími zdroji, resp. změna poskytovatele těchto zdrojů. Cílem této varianty je zamyšlení nad tím, že podnik bude muset nejpozději v lednu 2022, kdy jsou splatné jeho dluhopisy, znovu zvážit své možnosti financování. Za současných tržních podmínek nabízí banka financování dlouhodobým pětiletým zajištěným úvěrem s úrokovou marží nižší, než je současná úroková marže pro dluhopisy. Pro vyhodnocení rozdílu mezi financováním dluhopisy a bankovním úvěrem je ponechána celková zadluženost na výchozí úrovni 59 %. Financování dluhopisy je nahrazeno dlouhodobým bankovním úvěrem s využitím nabídky banky s tím, že úroková marže 5letého zajištěného úvěru při dané zadluženosti činí 1,124 % p. a. + 6M PRIBOR.

Z výsledných hodnot WACC pro variantu 2 prezentovanou v tab. 41 vyplývá, že pokud by se podnik financoval dlouhodobým bankovním úvěrem, byly by jeho náklady na cizí kapitál, a tím pádem i na celkový kapitál, nižší. V hodnotách WACC činí tento rozdíl 0,27 % ve srovnání s variantou 0. Každá z těchto forem financování má své výhody i nevýhody. I když se bankovní úvěr jeví z pohledu úrokové sazby jako varianta levnější, což nemusí být pravidlem, vstupní náklady jsou v případě úvěru nižší. Hlavní nevýhodou dluhopisového financování jsou právě jeho emisní náklady a vstupní administrativní náročnost. Výměnou dluhopisového financování za úvěrové sice podnik sníží náklady, nicméně ztrácí tím volnost. Financování bankovním úvěrem obvykle vyžaduje provedení zástav určité části majetku ve prospěch banky, tedy pokud chce podnik dosáhnout na zvýhodněné podmínky zajištěného úvěru. Úvěrová smlouva dále zpravidla obsahuje řadu omezujících ujednání, ať už v podobě zákazů ohledně nakládání s majetkem, výplaty dividendy nebo nutnosti dodržování stanovených ukazatelů. Další srovnání dluhopisů s bankovním úvěrem je předmětem teoretické části – kapitoly 2.2.2, cenové srovnání z pohledu vstupních nákladů je provedeno v rámci nákladové analýzy – kapitoly 12.4. I když se bezesporu jedná o téma významné, s ohledem na cíl práce není detailnější srovnání prováděno.

11.2.3 Varianta 3

Varianta 3 řeší změnu časové struktury cizích úročených zdrojů a její dopad na cenu kapitálu. Cílem je snaha o přiblížení finanční a kapitálové struktury podniku jeho struktuře majetkové.

V této variantě jsou dlouhodobé cizí zdroje částečně nahrazeny zdroji krátkodobými, úroveň celkové zadluženosti je ponechána na 59 %. Pro zjištění úrokových sazeb je využito opět nabídky banky pro dlouhodobý 5letý zajištěný úvěr a krátkodobý zajištěný úvěr (tab. 40). Provedené analýzy totiž prokázaly, že podnik je překapitalizovaný, že kryje velkou část svého oběžného majetku dlouhodobými zdroji. Strategie financování podniku je konzervativní, snahou tohoto řešení je docílení varianty neutrální. Z hodnoty krátkodobých aktiv bylo třeba vyčíslit trvale přítomnou část krátkodobých aktiv, která je ve firmě v rámci výrobního procesu permanentně vázána. Z diskuse s pracovníkem odboru controlling vyplynul závěr, že za trvale přítomnou část musí být považován oběžný majetek v hodnotě minimálně 1 150 000 tis. Kč, kterou má podnik v každé fázi výrobního procesu vázán především v zásobách, ať už ve formě nakoupeného materiálu, rozpracované výroby nebo výrobků na skladě, ale také v pohledávkách. Z tab. 42 vyplynul závěr, že pokud by se chtěl podnik přiblížit svou strategií financování k neutrální variantě, pak mu vzniká prostor financovat až 712 mil. Kč svého krátkodobého majetku krátkodobými úvěry. Resp. u této části krátkodobého majetku vyměnit dlouhodobé financování za financování krátkodobé, aby nebyla navýšena hodnota celkového investovaného kapitálu.

Tab. 42: Výpočet prostoru pro krátkodobé financování v rámci optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování dle interního zdroje)

aktiva (v tis. Kč.)		pasiva (v tis. Kč)	
dlouhodobý majetek	2 003 376	dlouhodobý vlastní kapitál	1 570 960
trvale přítomný krátk. majetek	1 150 000	dlouhodobé cizí úplatné zdroje	2 291 808
dlouhodobá část majetku	3 153 376	dlouhodobé zdroje	3 862 769
prostor pro krátkodobé financování			712 303

Z výpočtu nákladů na kapitál pro variantu 3 (tab. 41) vyplývá, že použití krátkodobé složky financování zlevňuje jednak průměrné náklady na cizí kapitál a souběžně také průměrné náklady na celkový kapitál. Tato varianta potvrzuje důležitost vyladění časové struktury aktivní a pasivní strany rozvahy. Oproti variantě 2, kdy celý objem zadluženosti cizími zdroji byl alokován v dlouhodobé složce, varianta 3 nabízí pohled na dopad z přesunu části dlouhodobé zadluženosti do krátkodobé složky. Tím by bylo dosaženo úspory na celkových nákladech kapitálu 0,05 % ve srovnání s variantou 2.

Výhodou krátkodobého financování, např. ve formě revolvingového úvěru, je možnost jeho čerpání pouze v případě nedostatku provozních prostředků. A zde se nabízí možnost využití

dalšího ze zjištěných nedostatků v rámci finanční analýzy. A sice možnost využití neúročených cizích zdrojů neboli bezplatného dodavatelského úvěru. Analýza aktivity prokázala, že podnik inkasoval v roce 2019 své pohledávky v průměru za 73 dní, zatímco závazky svým dodavatelům platil už za 23 dní. V této oblasti tedy podnik vykazuje velké rezervy, v roce 2019 to byl časový nesoulad 50 dnů. Kdyby se podniku podařilo dojednat se svými dodavateli delší platební podmínky a docílit tak delší doby splatnosti svých závazků, pak by podnik buď vůbec nemusel čerpat krátkodobý úvěr nebo jen ve výši nedostatku. Provoz podniku by byl z větší části samofinancován bezplatným dodavatelským úvěrem, sníženým čerpáním krátkodobých zdrojů by pak docházelo k dalším úsporám v nákladech na cizí kapitál. Určitou možností řešení by bylo i zkrácení splatnosti odběratelům, nicméně srovnáním s konkurenčními firmami bylo prokázáno, že v této oblasti se podnik pohybuje v obvyklých splatnostech, dokonce mu odběratelé platí o něco dřív, než je standard odvětví. Pro úplnost je uvedeno v tab. 43, o jaké částky samofinancování by se mohlo posunem splatností jednat.

Tab. 43: *Přepočet stavu závazků z obchodního styku vybraného podniku na danou dobu obratu závazků (vlastní zpracování dle finančních výkazů podniku)*

<i>(ve dnech a v tis. Kč)</i>	doba obratu	závazky z obch. styku
Hodnota závazků z obchodního styku při současném obratu	23	297 824
Hodnota závazků při sjednocení obratu s pohledávkami 2019	73	945 268
Hodnota závazků při sjednocení obratu s pohledávkami 2017-18	60	776 932
Hodnota závazků při sjednocení obratu s odvětvím 2018	91	1 172 483

Z tab. 43 vyplývá, že pokud by byla doba obratu závazků sjednocena s dobou obratu pohledávek na 73 dnů, pak by závazky z obchodního styku ke stejnému datu – k 31.12.2019 činily 945 mil. Kč a podnik by měl na účtu o 647 mil. Kč více, než ve skutečnosti měl při době obratu závazků 23 dnů. V praxi se samozřejmě nejedná o takto jednoduchý výpočet, tabulka má spíše jen demonstrovat, že by podnik mohl svůj revolvingový úvěr čerpat pouze minimálně nebo vůbec, a tím snížit své náklady na cizí kapitál.

11.2.4 Varianta 4

Ve variantě 4 je zohledněna změna kapitálové struktury, tedy poměru mezi vlastním a cizím kapitálem podniku. Změny kapitálové struktury by mělo být dosaženo snížením hodnoty cizího kapitálu, a naopak zvýšením hodnoty vlastního kapitálu, při zachování hodnoty celkového kapitálu. V rámci kapitoly 10.3. byl zjištěn optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem s využitím úrokových sazeb nabídnutých bankou. Dle výpočtu provedeného

v tab. 34 by tedy podnik dosahoval nejnižší hodnoty WACC při celkové zadluženosti 44 %. Nabídnutý pohled banky a následný přepočít byl však pouze orientační, výpočet byl směřován na střední hodnotu intervalu ratingu banky 2,4. Je vhodné tedy ověřit tento výpočet ve větším detailu za předpokladu, že hodnotě ratingu 2,4 odpovídají hodnoty zadluženosti dle banky (dluh/EBITDA) v rozmezí 1,2 – 1,6. Uvedené rozmezí odpovídá celkové zadluženosti od 38 do 50 %. V tomto intervalu zůstává úroková sazba nabídnutá bankou na stejné úrovni. Pro zjednodušení je testováno pouze na úrokových sazbách dlouhodobého bankovního úvěru, což je pro účely zjištění optima dostačující.

Tab. 44: *Ověření výše optimální zadluženosti vybraného podniku dle nabídky banky (vlastní zpracování dle nabídky banky)*

celková zadluženost podniku (cizí zdroje/celkové zdroje)	38 %	41 %	44 %	47 %	50 %	53 %
rating banky dle zadluženosti	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,6
zadluženost dle banky (dluh/EBITDA)	1,20	1,30	1,40	1,50	1,60	1,70
kapitálová struktura při dané zadluženosti (v tis. Kč):						
EBITDA	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952
celkové zdroje	3 865 679	3 865 679	3 865 679	3 865 679	3 865 679	3 865 679
- vlastní kapitál	2 406 536	2 284 941	2 163 346	2 041 751	1 920 155	1 798 560
- cizí zdroje	1 459 142	1 580 738	1 702 333	1 823 928	1 945 523	2 067 118
náklady na kapitál při dané zadluženosti:						
N _{CK}	3,19 %	3,19 %	3,19 %	3,19 %	3,19 %	3,28 %
N _{VK}	11,15 %	11,60 %	12,09 %	12,65 %	13,27 %	13,98 %
WACC	7,92 %	7,91 %	7,90 %	7,90 %	7,89 %	7,93 %

Výpočtem v tab. 44 bylo zjištěno, že efektivní z pohledu WACC je úroveň celkové zadluženosti ve výši 50 %. Výpočet vychází ze zjednodušeného předpokladu, že při zadluženosti 51 % už by se změnil rating banky na 2,6 a tím také nabídnutá úroková marže, čímž by se zvýšily i náklady na cizí a celkový kapitál podniku. V praxi samozřejmě není věc takto jednoznačná, nicméně pro nastínění logiky celé úvahy je tento pohled dostačující a v podstatě jediný možný.

Varianta 4 předpokládá, že k navýšení vlastního kapitálu by mohlo dojít zadržením a nevyplacením části dividendy v následujícím období. Aby se podnik dostal na optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, musel by zadržet dividendu ve výši 362 mil. Kč a tyto prostředky následně použít na splacení dlouhodobých cizích zdrojů. Tímto krokem by se podnik dostal na optimální úroveň zadluženosti ve výši 50 %.

V návaznosti na zjištěné optimum mezi vlastním a cizím kapitálem podniku by měla být i v této variantě zvážena časová struktura cizích zdrojů. V rámci výpočtu varianty 3 bylo prokázáno, že krátkodobé úročené cizí zdroje by mohly být zapojeny do finanční struktury podniku ideálně ve výši 700 mil. Kč. Tato výše tedy bude zachována i v případě varianty 4, neboť z hlediska dlouhodobých zdrojů nedošlo v celkové výši k žádné změně, pouze k přesunu z cizích zdrojů do vlastních.

Všechny výše uvedené úpravy jsou znázorněny v tab. 38, vč. vyčíslených nákladů na kapitál. Je možno si povšimnout, že pouze úprava kapitálové struktury dokázala snížit náklady na celkový kapitál na hodnotu 7,89 %, jak je patrné z tab. 44. Po rozdělení cizích zdrojů na dlouhodobou a krátkodobou složku došlo k dalšímu snížení nákladů na kapitál na hodnotu 7,86 % (tab. 41). Pokud srovnáme snížení nákladů na kapitál s variantou 3, nejedná se o nijak razantní snížení (o 0,02 %), nicméně určitě stojí za úvahu. Dopad tohoto rozdílu do výkonnosti podniku je dále v textu vyčíslen.

11.2.5 Varianta 5

Poslední variantou, která je v rámci této práce testována, je snížení hodnoty celkového investovaného kapitálu. Cílem tohoto návrhu je reagovat na zjištěné nedostatky v položkách krátkodobého majetku podniku. Oproti variantě 4 tedy není snížení cizích zdrojů kompenzováno navýšením hodnoty vlastních zdrojů, tzn. zadržením dividendy. Varianta 5 kalkuluje se snížením hodnoty cizích zdrojů z neefektivně držených položek krátkodobého majetku, resp. jejich přeměnou do finančních prostředků a následnou splátkou dlouhodobých cizích zdrojů podniku. Zamýšlená hodnota splátky ve výši 362 mil. Kč odpovídá hodnotě úpravy cizích zdrojů ve variantě 4, aby bylo dosaženo optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem s cílem minimalizace nákladů na kapitál.

Provedené analýzy naznačily, že má podnik v krátkodobém majetku vázány neúměrně vysoké prostředky. Diskusí s pracovníky controllingu a financí bylo vyhodnoceno plánované snížení krátkodobých aktiv o 362 mil. Kč jako reálné. K tomuto snížení je možno využít dvě cesty, příp. jejich kombinaci:

Položka zásoby – pokud by se podařilo v následujícím období převést zásoby v hodnotě 362 mil. Kč do pohledávek a dále peněžních prostředků, ze kterých by mohla být splacena část cizích zdrojů, jednalo by se o krok, který by podniku velmi prospěl. Dle pracovníka controllingu je jedním ze strategických cílů managementu dostat zásoby pod hodnotu 1 mld. Kč. V některých výrobních řadách již byly zahájeny hromadné výprodeje. Jiné

výrobky se vracejí do výrobního procesu k přepracování a následnému prodeji. Jak je ovšem patrné z meziročního vývoje položky zásob, nebude se jednat o lehký úkol.

Položka pohledávky z obchodního styku a peníze na bankovních účtech – podnik vykazoval k 31.12.2019 nadlimitní zůstatky na běžných účtech, ale také vysoké hodnoty pohledávek z obchodního styku. Bližším zkoumáním těchto položek a rozhovorem s pracovníci odboru finance bylo zjištěno, že pohledávky z obchodního styku byly navýšeny významnou pohledávkou po splatnosti ve výši 296 mil. Kč. Tato byla hned v lednu 2020 podniku uhrazena. Po připsání této platby a výplatě zmiňované zálohy na dividendu měl podnik v lednu 2020 na bankovních účtech přes 574 mil. Kč. Dále bylo potvrzeno, že takto vysoké zůstatky na účtech jsou v podstatě standardem. Nabízí se tedy myšlenka snížení hodnoty cizích zdrojů splátkou z vygenerovaných prostředků na bankovních účtech.

Kombinace obou variant – z popisu obou možností vyplývá, že se rezervy nachází ve všech výše uvedených položkách, a to dokonce ve vyšší než stanovené částce 362 mil. Kč. V kratším časovém horizontu by se pravděpodobně snížení hodnoty krátkodobých aktiv muselo odehrát jako kombinace uvedených možností. I když samozřejmě, primárním cílem je snížení hodnoty zásob.

Výše uvedenými úpravami je tedy dosaženo snížení hodnoty cizích zdrojů, a tím i celkových investovaných zdrojů. Souběžně dochází i ke změně celkové zadluženosti na 55 %. Jedná se však o optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem z pohledu minimalizace nákladů na kapitál? V tab. 45 je proveden test optimální hodnoty zadluženosti pro novou hodnotu celkových investovaných zdrojů. Výpočet vychází opět z předpokladu, že hodnotě ratingu 2,4 odpovídají hodnoty zadluženosti dle banky (dluh/EBITDA) v rozmezí 1,2 – 1,6. Uvedené rozmezí odpovídá celkové zadluženosti od 42 do 55 %. V tomto intervalu zůstává úroková sazba nabídnutá bankou na stejné úrovni. Pro zjednodušení je testováno pouze na úrokových sazbách dlouhodobého bankovního úvěru, což je pro účely zjištění optima dostačující.

Výpočtem v tab. 45 je potvrzeno, že při dané hodnotě zapojeného kapitálu je úroveň celkové zadluženosti ve výši 55 % optimální z hlediska minimalizace nákladů na kapitál. Výpočet opět vychází ze zjednodušeného předpokladu, že při zadluženosti 56 % už by se změnil rating banky na 2,6 a tím také nabídnutá úroková marže, čímž by se zvýšily i náklady na cizí a celkový kapitál podniku. Jak už bylo řečeno, v praxi není věc takto jednoznačná, nicméně pro nastínění logiky celé úvahy je tento pohled dostačující a v podstatě jediný možný.

Tab. 45: Ověření výše optimální zadluženosti vybraného podniku dle nabídky banky (vlastní zpracování dle nabídky banky)

celková zadluženost podniku (cizí zdroje/celkové zdroje)	42 %	45 %	49 %	52 %	55 %	59 %
rating banky dle zadluženosti	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,6
zadluženost dle banky(dluh/EBITDA)	1,20	1,30	1,40	1,50	1,60	1,70
kapitálová struktura při dané zadluženosti (v tis. Kč):						
EBITDA	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952	1 215 952
celkové zdroje	3 503 800	3 503 800	3 503 800	3 503 800	3 503 800	3 503 800
- vlastní kapitál	2 044 657	1 923 062	1 801 467	1 679 872	1 570 960	1 436 681
- cizí zdroje	1 459 142	1 580 738	1 702 333	1 823 928	1 932 839	2 067 118
náklady na kapitál při dané zadluženosti:						
N _{CK}	3,19 %	3,19 %	3,19 %	3,19 %	3,19 %	3,28 %
N _{VK}	11,71 %	12,27 %	12,92 %	13,65 %	14,40 %	14,62 %
WACC	7,91 %	7,90 %	7,90 %	7,89 %	7,88 %	7,92 %

Varianta 5 opět počítá se zapojením krátkodobé složky cizího kapitálu ve výši 700 mil. Kč, stejně jako u varianty 3 a 4. Díky testu optimální zadluženosti provedenému v tab. 45 je možno srovnat rozdíl, o kolik zapojení krátkodobé složky cizího kapitálu zlevňuje náklady na celkový kapitál (ze 7,88 % na 7,85 %). Výhodou krátkodobého revolvingové úvěru je možnost jeho čerpání pouze v případě nedostatku provozních prostředků. Tady by opět podniku vznikala prostor pro vylepšení procesu samofinancování prostřednictvím neúročeného cizího kapitálu, tedy prodloužením doby splatnosti závazků ke svým dodavatelům. Detaily jsou vyčísleny v tab. 43. Při jeho využití by podnik nemusel čerpat plnou výši krátkodobých úročených cizích zdrojů.

Varianta 5 je z hlediska nákladů na celkový kapitál nejvýhodnějším řešením pro podnik, náklady dosahují sazby 7,85 %, což je oproti výchozí variantě 0 snížení sazby o 0,35 %. Lze předpokládat, že i snížení celkového zapojeného kapitálu bude mít pozitivní vliv na výkonnost podniku.

11.3 Vyhodnocení návrhů z hlediska vlivu na výkonnost podniku

Cílem následující kapitoly je vyčíslení vlivu navrhovaných variant na výkonnost podniku. Pro dokreslení jejich dopadu jsou v tab. 46 demonstrovány vypočtené hodnoty ekonomické přidané hodnoty EVA a dalších podpůrných ukazatelů. Z výsledných hodnot je zřejmé, že i když se s každým dalším návrhem postupně snižovaly vážené průměrné náklady kapitálu, není jejich vliv na výkonnost podniku ve všech případech pozitivní. Varianta 1 naznačuje

důležitost výše celkového zapojeného kapitálu. Díky jeho navýšení podnik snížil hodnotu vytvořenou pro svého majitele EVA. Varianty 2 – 4 pracují se stejnou hodnotou zapojeného celkového kapitálu, jako byla hodnota výchozí, růst přidané ekonomické hodnoty EVA je tedy ovlivněn pouze postupným snižováním průměrných nákladů na kapitál. Varianta 5 ukazuje prostřednictvím ukazatele RONA, že po snížení celkového kapitálu by podnik výrazně lépe hospodařil se svým majetkem. Nepatrně klesly i náklady na celkový kapitál oproti předchozí variantě, výsledný SPREAD tedy nejvíce ovlivňuje tvorbu ekonomické přidané hodnoty EVA právě u varianty 5.

Tab. 46: Výpočet výkonnosti vybraného podniku s využitím jednotlivých variant optimalizace kapitálové struktury (vlastní zpracování)

(v tis. Kč a v %)	var. 0	var. 1	var. 2	var. 3	var. 4	var. 5
NOA = C	3 865 679	4 365 679	3 865 679	3 865 679	3 865 679	3 503 800
NOPAT	752 895	752 895	752 895	752 895	752 895	752 895
RONA	19,48 %	17,25 %	19,48 %	19,48 %	19,48 %	21,49 %
WACC	8,20 %	8,14 %	7,93 %	7,88 %	7,86 %	7,85 %
SPREAD	11,28 %	9,11 %	11,55 %	11,59 %	11,62 %	13,64 %
EVA	435 888	397 543	446 405	448 221	449 037	477 944

11.4 Vyhodnocení návrhů z hlediska teorií optimální kapitál. struktury

Následující text je zaměřen na jednotlivé návrhy optimální kapitálové struktury pohledem teorií optimální kapitálové struktury.

Klasická teorie

Za optimální je podle této teorie považována taková kapitálová struktura, při níž jsou minimalizovány průměrné náklady kapitálu. Za jednoznačně nejvhodnější by tedy měla být považována varianta 5. Klasická teorie předpokládá, že v určitém okamžiku začnou podniku vznikat náklady spojené s finanční tísní a ty začnou při vyšším zadlužení pohlcovat daňovou výhodu a zvyšovat celkové náklady na kapitál. K pohlcování daňové výhody začíná docházet ve variantě 5 od zadluženosti vyšší než 55 %. Tento efekt, který vzhledem k produkční síle vybraného podniku lze jen stěží nazvat finanční tísní, je způsoben zvyšující se rizikovou marží nabídnutou podniku bankou. Od této úrovně zadluženosti se tedy zvyšuje cena cizích zdrojů. Souběžně působí vyšší zadluženost na rizikovitost vlastního kapitálu a jeho cena také roste. Výsledkem jsou vyšší náklady na kapitál podniku od úrovně zadluženosti nad 55 %.

Kompromisní teorie

Pro aplikaci kompromisní teorie platí stejné závěry jako pro teorii klasickou, tedy alespoň co se týká výběru varianty optimální kapitálové struktury dle nejnižších nákladů na kapitál. Navíc se ale teorie zaměřuje na další faktory, jako je stabilita zisku a tržeb, a také charakter hmotných aktiv. Podle této teorie si mohou podniky s vysokou ziskovostí a bezpečnými hmotnými aktivy dovést cílit na vyšší dluhové zatížení. Vybraný podnik patří do kategorie společností s vysokou ziskovostí, jak bylo prokázáno výpočtem ukazatele rentability tržeb a jeho srovnáním s průměrem odvětví. Co se týká bezpečnosti aktiv, podnik disponuje stabilní základnou vlastních nemovitostí a víceúčelových strojních zařízení. Dřívější zástavy realizované ve prospěch bank tento fakt potvrzují, vybraná aktiva podniku byla vždy bankou označována za likvidní, ani do budoucna není předpokládán v této oblasti problém. Pokud tedy spojíme výše uvedené parametry, podnik si může dovést vyšší zadluženost, která činí ve variantě 5 uváděných 55 % ve formě úvěrového financování, a navíc výsledná hodnota nákladů na kapitál volbu potvrzuje. Varianta 5 je tedy považována za výsledný kompromis.

Teorie hierarchického pořádku

Podle této teorie nejsou náklady kapitálu rozhodujícím kritériem, které ovlivňuje rozhodování o zdroji financování. K dlouhodobému financování podniky využívají zdroje v tomto pořadí: 1. interní zdroje (zadržovaný zisk), 2. dlouhodobý bankovní úvěr, 3. emise dluhopisů a 4. emise akcií. Vychází se z toho, že i když nejsou interní zdroje nejlevnější, jsou pořád nejdostupnější. Vybraný podnik aktuálně využívá k financování jak interní zdroje v podobě zadržovaného zisku, tak zdroje z emise dluhopisů. Dle varianty 5 jsou dluhopisy nahrazeny bankovním úvěrem, vybraný podnik tak bude zapadat i do úvah dle této teorie. Bude tedy využívat jak interní zdroje, tak financování dlouhodobým bankovním úvěrem. Využije tak dostupnějších a v případě úvěru i levnějších variant financování.

Varianta 5 by tak zapadala svými úvahami i do základních teoretických přístupů vytyčených odbornou literaturou. Stejně jako v případě studií analyzovaných v rámci kapitoly 4.4, nelze ani v případě této práce závěr žádné z výše uvedených teorií vyloučit nebo zamítnout.

11.5 Výsledná varianta optimalizace kapitálové struktury

Vyčíslením vážených průměrných nákladů kapitálu a také vyčíslením dopadu všech navrhovaných variant do ekonomické přidané hodnoty EVA bylo prokázáno, že výslednou optimální kapitálovou strukturou je varianta 5. Pohled na navrhované varianty kapitálové

struktury přes jednotlivé optimalizační teorie volbu výsledné varianty jen potvrdil. Výsledná varianta reflektuje také všechny nedostatky zjištěné v rámci analýzy. Pro úplnost jsou níže zodpovězeny otázky, které byly v úvodní kapitole 11.1 položeny.

Je možno zvýšit výkonnost podniku prostřednictvím optimalizace kapitál. struktury?

Výsledná varianta 5 potvrzuje, že je to možné. Podnik úpravou své finanční a kapitálové struktury dle varianty 5 zvýší svou výkonnost vyjádřenou ukazatelem EVA o 42 mil. Kč za rok. Výrazný vliv na tento výsledek má nejen snížení celkových nákladů na kapitál o 0,35 %, ale především snížení hodnoty celkového investovaného kapitálu o 362 mil. Kč.

Nedá se cizí kapitál pořídit levněji?

Nabídka financování poskytnutá bankou prokázala, že se dá jak dlouhodobý, tak krátkodobý cizí kapitál pořídit levněji, než je zakomponováno v současném řešení podniku. Úrokové sazby poskytnuté bankou jsou využity při výpočtech nákladů na kapitál výsledné varianty.

Je současný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem optimální?

Analýzou bankovní nabídky byl zjištěn nejvhodnější poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, kdy podnik dosahuje nejnižších nákladů na celkový kapitál. Výsledná varianta stanovuje tento poměr na úrovni 55 % podílu cizích úročených zdrojů na celkovém kapitálu.

Je poměr mezi krátkodobou a dlouhodobou složkou kapitálu optimální?

Bylo zjištěno, že podnik financuje dlouhodobým cizím kapitálem také velkou část svého oběžného majetku. Výsledná varianta reflektuje tento nesoulad zvýšením krátkodobé složky cizích zdrojů. Sladěním časové struktury majetkové a finanční části rozvahy došlo k dalšímu snížení nákladů na celkový kapitál.

Pracuje podnik efektivně s daným množstvím celkového kapitálu?

Provedené analýzy prokázaly nadbytek finančních zdrojů vázaných především v krátkodobých aktivech. Výsledná varianta pracuje primárně s možným snížením hodnoty zásob, ale také se snížením prostředků aktuálně vázaných ve formě pohledávek z obchodního styku a prostředků na bankovních účtech podniku.

Využívá podnik efektivně neúročený cizí kapitál?

Analýzou aktivity bylo zjištěno, že podnik platí svým dodavatelům výrazně dřív, než inkasuje pohledávky od odběratelů. Výsledná varianta reflektuje tento nesoulad a doporučuje prodloužení splatnosti závazků jednáním s klíčovými dodavateli. Tento krok vyhodnocuje jako další bonus, kdy by podnik využíval samofinancování a nemusel tudíž čerpat své krátkodobé úvěrové zdroje.

12 PŘÍNOSY A RIZIKA PROJEKTU

V dalším textu jsou kompletně vyčísleny a slovně okomentovány přínosy optimalizace kapitálové struktury. Následně jsou identifikovány jednotlivé fáze projektu a tyto jsou zasaženy dle potřeb podniku do určitého časového rámce pro jeho realizaci. V dalším kroku je provedena nákladová a riziková analýza projektu a je zformulováno závěrečné doporučení.

12.1 Přínosy projektu

Hlavním přínosem optimalizace kapitálové struktury je zvýšení finanční výkonnosti vybraného podniku a jeho tržní hodnoty. Tyto dopady jsou prokázány výpočtem a srovnáním příslušných ukazatelů před úpravou kapitálové struktury a po ní. Nejprve je tedy vyčíslena ekonomická přidaná hodnota EVA, tato je dále podpořena výpočtem ukazatele hodnoty přidané trhem MVA, a z něho je následně vypočítána i změna tržní hodnoty podniku. Jednotlivé dílčí kroky vedoucí ke zlepšení kapitálové struktury se projevují i v efektivitě hospodaření s majetkem podniku, jak je dále prezentováno na ukazatelích tradiční finanční analýzy.

12.1.1 Vliv optimalizace kapitálové struktury na výkonnost podniku

Vliv celkové optimalizace kapitálové struktury na výkonnost podniku je vyčíslen v tab. 47 jako změna ekonomické přidané hodnoty EVA před optimalizací a po ní. Díky snížení celkového zapojeného kapitálu o 362 mil. Kč a také snížení průměrných vážených nákladů kapitálu o 0,35 % došlo ke zvýšení hodnoty vytvářené pro vlastníka o 42 mil. Kč. Základem pro snížení nákladů na kapitál (WACC) byla změna zdroje externího financování, dále také nalezení vhodného poměru mezi vlastním a cizím kapitálem, a nakonec i rozdělení cizích zdrojů na dlouhodobou a krátkodobou složku. Rentabilita celkového kapitálu (RONA) je nejvíce ovlivněna zmiňovaným snížením celkového zapojeného kapitálu o 362 mil. Kč, k němuž došlo díky optimalizaci majetkové části rozvahy.

Tab. 47: Výpočet dopadu optimalizace kapitálové struktury do výkonnosti vybraného podniku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč a v %)	výchozí stav	cílový stav	změna
NOA = C	3 865 679	3 503 800	-361 879
RONA	19,48 %	21,49 %	2,01 %
WACC	8,20 %	7,85 %	-0,35 %
SPREAD	11,28 %	13,64 %	2,36 %
EVA	435 888	477 944	42 056

12.1.2 Vliv optimalizace kapitálové struktury na tržní hodnotu vlastního kapitálu

Lze předpokládat, že zvýšením ekonomické přidané hodnoty dochází i ke zvýšení tržní hodnoty vlastního kapitálu a také tržní hodnoty podniku jako celku. Dopad optimalizace kapitálové struktury na další hodnocené parametry – jimiž jsou tržní přidaná hodnota, tržní hodnota vlastního kapitálu a tržní hodnota podniku – jsou vyčísleny v tab. 48. Je v ní provedeno srovnání cílového stavu s výchozí variantou, jejíž výpočet byl proveden v tab. 35 a 36.

Předpoklady pro výpočet aktualizovaných tržních hodnot jsou uvedeny v tab. 48. Byly stanoveny na základě odhadů založených na výchozím přístupu podniku k odhadu trvale udržitelných hodnot. Podnik tedy po optimalizaci kapitálové struktury předpokládá trvale udržitelnou výši investovaného kapitálu ve výši 3 550 000 tis. Kč, udržitelná hodnota rentability celkového kapitálu (RONA) se zvýší na 21,40 %, z toho vyplývající výsledek hospodaření v podobě NOPAT zůstane nezměněn, tedy 760 500 tis. Kč. Průměrné náklady kapitálu (WACC) kopírují výsledek sazby těchto nákladů po optimalizaci kapitálové struktury – činí 7,85 %. Pro zjednodušení je předpokládáno, že WACC v této výši představují hodnotu stabilní a dlouhodobě udržitelnou.

Tab. 48: Výpočet dopadu výsledné varianty optimalizace kapitálové struktury na hodnotu MVA, tržní hodnotu vlastního kapitálu a tržní hodnotu podniku (vlastní zpracování)

<i>položky pro výpočet MVA a tržních hodnot (v tis. Kč a v %)</i>	výchozí stav	cílový stav
plánovaná výše NOA = C	3 900 000	3 550 000
plánovaná udržitelná RONA	19,5 %	21,4 %
plánovaný NOPAT	760 500	760 500
trvalá výše WACC	8,20 %	7,85 %
trvalá výše EVA	440 679	481 923
pokračující hodnota EVA (EVA/WACC)	5 373 767	6 141 319
MVA k 31.12.2019 (EVA/WACC)/(1+WACC)	4 966 488	5 694 462
+ investovaný kapitál C	3 900 000	3 550 000
výnosová hodnota brutto k 31.12.2019	8 866 488	9 244 462
- úročený cizí kapitál	-2 294 718	-1 932 839
výnosová hodnota netto k 31.12.2019	6 571 769	7 311 622
<i>výsledný podíl cizí kapitál/celkový kapitál</i>	<i>25,9 %</i>	<i>20,9 %</i>

Výsledný podíl cizího kapitálu na kapitálu celkovém (20,9 %) neodpovídá předpokládané struktuře. Ocenění z toho plynoucí je tedy zatíženo chybou, je nutné sladit předpokládanou

strukturu se strukturou výslednou. Pomocí iterační metody je znovu proveden výpočet EVA, WACC a tržní hodnoty vlastního kapitálu – viz tab. 49.

Tab. 49: Výpočet dopadu výsledné varianty optimalizace kapitálové struktury na hodnotu MVA, tržní hodnotu vlastního kapitálu a podniku (vlastní zpracování)

<i>položky pro výpočet MVA a tržních hodnot (v tis. Kč a v %)</i>	výchozí stav	cílový stav
plánovaná udržitelná výše NOA = C	3 900 000	3 550 000
plánovaná udržitelná RONA	19,50 %	21,4 %
plánovaný NOPAT	760 500	760 500
trvalá výše WACC	8,08 %	7,93 %
trvalá výše EVA	445 408	478 841
pokračující hodnota (EVA/WACC)	5 512 960	6 035 274
MVA k 31.12.2019 $(EVA/WACC)/(1+WACC)$	5 100 848	5 591 632
+ investovaný kapitál C	3 900 000	3 550 000
výnosová hodnota brutto k 31.12.2019	9 000 848	9 141 632
- úročený cizí kapitál	-2 294 718	-1 932 839
výnosová hodnota netto k 31.12.2019	6 706 130	7 208 792
<i>výsledný podíl cizí kapitál/celkový kapitál</i>	25,5 %	21,1 %
+ neoperativní majetek	144 300	144 300
tržní hodnota vlastního kapitálu k 31.12.2019	6 850 430	7 353 092
tržní hodnota podniku k 31.12.2019	9 145 148	9 285 931

Orientační výpočet tržní hodnoty podniku ukázal pozitivní dopad úpravy kapitálové struktury i do dalších položek. Snížením cizích úročených zdrojů o téměř 362 mil. Kč a snížením nákladů na kapitál o 0,35 % došlo ke zvýšení hodnoty přidané trhem MVA o 491 mil. Kč a ke zvýšení tržní hodnoty podniku o 141 mil. Kč. Nejvýznamnější je však výsledek tržní hodnoty vlastního kapitálu, kdy lze konstatovat, že nalezením vhodné kapitálové struktury lze zvýšit hodnotu vlastního kapitálu pro majitele až o 503 mil. Kč.

12.1.3 Vliv optimalizace kapitálové struktury na hospodaření podniku

Níže jsou v tab. 50 vyčísleny vybrané tradiční ukazatele výkonnosti se zaměřením na oblasti, které podléhaly určité kritice v rámci tradiční finanční analýzy. Vždy je uveden výchozí stav před optimalizací (k 31.12.2019) a následně po optimalizaci (cílový stav). Pro srovnání jsou uvedeny i průměrné hodnoty odvětví CZ-NACE 25, bohužel ale jenom dostupné z roku 2018, pro dokreslení standardu snad dostačující.

Tab. 50: Srovnání vybraných ukazatelů tradiční finanční analýzy před a po optimalizaci kapitálové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování)

<i>ukazatele tradiční fin. analýzy</i>	<i>výchozí stav</i>	<i>cílový stav</i>	<i>odvětví</i>
<i>ukazatele zadluženosti</i>			
celková zadluženost	67,1 %	64,3 %	45,6 %
míra zadluženosti	2,04	1,80	0,85
dlouhodobé cizí zdroje/cizí zdroje	77,6 %	49,3 %	36,4 %
dlouhodobé cizí zdroje/dlouhodobé zdroje	61,3 %	47,0 %	23,7 %
dlouhodobé zdroje/dlouhodobý majetek	2,13	1,55	1,45
<i>ukazatele likvidity</i>			
běžná likvidita	4,00	1,74	1,86
pohotová likvidita	2,11	1,06	1,14
hotovostní likvidita	0,40	0,20	0,26
<i>ukazatele rentability</i>			
rentabilita celkové kapitálu (ROA)	20,8 %	22,5 %	14,0 %
rentabilita úplatného kapitálu (ROCE)	25,5 %	28,2 %	14,2 %
<i>ukazatele aktivity</i>			
doba obratu zásob (dny)	101	74	65
obrat aktiv (obrátky/rok)	1,00	1,09	1,08

Ukazatel celkové zadluženosti byl doposud vnímán jako celková zadluženost cizími úročenými zdroji, kdy výchozí stav byl 59 % a cílový 55 %. Tradiční ukazatele finanční analýzy však pracují s neupravenými výkazy, především kvůli možnosti srovnání s odvětvím. I z tohoto úhlu pohledu je patrné snížení zadluženosti ze 67 % na 64 %. Kromě snížení zadluženosti, která se však stále nepřibližuje konkurenčním firmám, je jistým přínosem pokles podílu dlouhodobých zdrojů na dlouhodobém majetku. Podnik se přiblížil hodnotám v odvětví.

Ukazatele likvidity obecně poklesly. Je to způsobeno zahrnutím krátkodobého závazku k bankám ve výši 700 mil. Kč do krátkodobých závazků, a naopak na aktivní straně rozvahy snížením hodnoty zásob o cca 362 mil. Kč. Díky tomuto kroku vykazují všechny ukazatele likvidity vyšší efektivitu, drží se na dolní hranici doporučovaných hodnot a velmi se přibližují hodnotám obvyklým v odvětví.

Co se týká ukazatelů rentability, jsou zde zahrnuty pouze rentabilita celkových aktiv a rentabilita úplatného kapitálu. Oba zaznamenaly růst především vlivem snížení hodnoty celkového investovaného kapitálu. Ukazatel rentability vlastního kapitálu a rentability tržeb nezaznamenal změnu, optimalizace do účetní hodnoty vlastního kapitálu nezasahovala.

Ukazatele aktivity jsou prezentovány na hodnotách doby obratu zásob, kdy snížením nadlimitních zásob došlo k přiblížení doby obratu zásob k hodnotě vykazované v odvětví. A snížení zásob pozitivně přispělo i ke zvýšení obratu aktiv, který se taktéž přiblížil k hodnotám vykazovaným v odvětví. Na základě uvedených ukazatelů lze konstatovat, že podnik optimalizací kapitálové struktury významně ovlivní i efektivitu hospodaření se svým majetkem.

12.2 Fáze a aktivity projektu

Při plánování projektu je nutno vycházet z předpokladu, že má podnik aktuálně závazky vůči svým věřitelům z titulu emise podnikových dluhopisů. Dluhopisy jsou splatné 30. ledna 2022 a tento okamžik je tedy považován za klíčový, kdy lze reálně provést změnu ve zdrojích financování, a tedy i ve finanční a kapitálové struktuře. Vzhledem k tomu, že projekt kalkuluje se snížením celkové zadluženosti cizími zdroji prostřednictvím zvýšení efektivnosti položek krátkodobého majetku, je tato časová rezerva na místě. Na základě uvedených předpokladů je „Projekt zvýšení finanční výkonnosti prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury“ rozdělen na fáze a dále pak na jednotlivé aktivity. Než bude započata realizační fáze projektu, má podnik dostatek času na realizaci přípravné fáze.

Přípravná fáze

Aktivita A: Snížení stavu zásob na požadovanou hodnotu 1 mld. Kč, vyjednání delších splatností dodavatelských faktur.

Aktivita B: Provedení průzkumu trhu, ověření zájmu bank, příprava na projekt.

Realizační fáze

Aktivita C: Vyhodnocení reálné situace na základě výsledků aktivity A dle finančních výkazů k 30.6.2021. Předmětem analýzy budou především rizikové faktory – ověření hodnoty zásob, resp. jejich snížení a ověření hodnoty závazků, resp. prodloužení jejich splatnosti/obratovosti. Na základě provedené analýzy potvrdit optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem a také mezi dlouhodobou a krátkodobou složkou cizích zdrojů.

Aktivita D: Oslovení vybraných bank na základě výsledků aktivity B se žádostí o zpracování cenových nabídek na možné budoucí financování. Vyhodnocení těchto cenových nabídek. Určení poskytovatele budoucího financování.

Aktivita E: Výběr odhadce, tržní ocenění majetku podniku, vytipování vhodného majetku pro realizaci zástav ve prospěch věřitele.

Aktivita F: Výběr spolupracující právní kanceláře, příprava smluvní dokumentace ve spolupráci s bankou a právní kanceláří.

Aktivita G: Podpis úvěrové a zástavní smlouvy s bankou.

Aktivita H: Vklad zástav do katastru nemovitostí a dalších rejstříků zástav, doladění všech technických detailů k načerpání úvěrů.

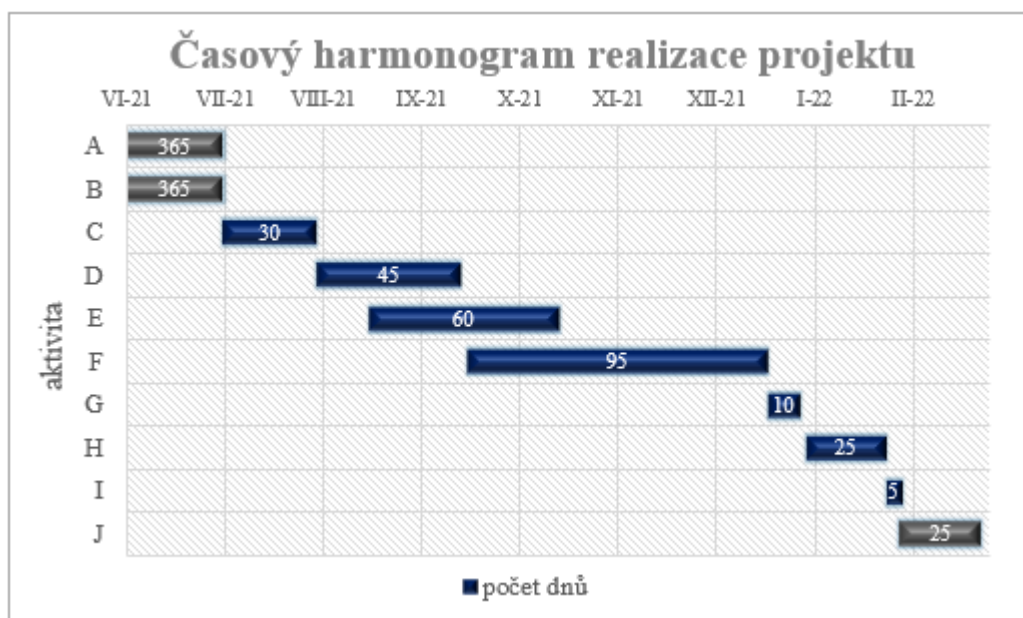
Aktivita I: Načerpání úvěrů a následné splacení závazku vůči majitelům dluhopisů, jednak z poskytnutých úvěrů, ale také z vlastních zdrojů.

Poprojektová fáze

Aktivita J: Vyhodnocení ekonomických dopadů optimalizace kapitálové struktury, vyčíslení dopadu do výkonnosti podniku.

12.3 Časová analýza projektu

V souvislosti s plánováním jednotlivých aktivit v čase, tak jak byly popsány v předchozí kapitole, byl sestrojen Ganttův diagram (obr. 15), který je často využíván pro grafické znázornění posloupnosti při řízení projektů. Přípravná fáze označená aktivitami A a B předpokládá začátek v polovině roku 2020, v diagramu je znázorněn pouze její konec a dále pak návaznost dalších aktivit. Dle diskuse s managementem podniku byla aktivita A už zahájena.



Obr. 15: Časový harmonogram realizace projektu optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování)

12.4 Nákladová analýza projektu

Výhodnost úvěrového financování, oproti tomu dluhopisovému, byla prokázána v rámci první části projektu, kdy byly vyhodnoceny náklady na cizí kapitál pořízené z úvěrových zdrojů jako výhodnější. Předmětem nákladové analýzy je hledisko jednorázových administrativních nákladů, které souvisí s pořízením daného druhu financování. Plánované náklady, se kterými je nutno počítat v každé fázi projektu, jsou vyčísleny v tab. 51. V tabulce nejsou kalkulovány mzdové náklady zaměstnanců vybraného podniku, kteří se budou v rámci projektu těmito aktivitami zabývat, tyto jsou považovány za fixní, ať už optimalizace kapitálové struktury proběhne či nikoliv.

Tab. 51: Přehled jednorázových nákladů projektu optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování dle interního zdroje podniku a nabídky banky)

Identifikace nákladu v rámci dané aktivity	Přehled nákladů projektu (v tis. Kč)							celkem
	VII-21	VIII-21	IX-21	X-21	XI-21	XII-21	I-22	
A – D								0
E poplatky tržní ocenění		100		200				300
F právní poplatky			150			700		850
G agentský poplatek						400		400
H								0
I aranžérský poplatek							6 600	6 600
J poplatky zápis zástav							10	10
Celkem	0	100	150	200	0	1 100	6 690	8 160

Z tab. 51 vyplývá, že podnik zaplatí na výdajích spojených s úvěrovým financováním cca 8,16 mil. Kč. Pokud bychom srovnali vstupní náklady spojené s úvěrovým financováním s náklady, které by podnik vynaložil na financování dluhopisové, pak je úvěrového financování levnější. Příprava dluhopisové dokumentace je proces bezesporu náročnější, podnik za něj zaplatil v roce 2016/17 cca 12 mil. Kč. Náklady rostou s počtem subjektů zapojených do procesu. V případě dluhopisů je třeba navíc využít zpoplatněných služeb auditorské společnosti, Burzy cenných papírů Praha a Centrálního depozitáře cenných papírů. Právní poplatky jsou o zhruba 50 % vyšší, odpadá poplatek za zpracování tržního ocenění a poplatky spojené se zřízením zástav.

12.5 Riziková analýza projektu

Je nanejvýš vhodné podrobit projekt analýze rizik. K analýze projektových rizik existuje nepřeberné množství technik, jejichž společným cílem je identifikace rizik, jejich kvantifikace, určení pravděpodobnosti rizika, vytvoření scénáře pro minimalizaci hrozby.

Při analýze rizik je vycházeno z předpokladu, že přefinancování podniku v lednu 2022 je v podstatě nutností, jak věcně, tak termínově.

Pohyb tržních úrokových sazeb – citlivostní analýza

Z relativní dlouhodobosti časového plánu plyne riziko růstu/poklesu tržních úrokových sazeb. Návrh projektu byl zpracován za předpokladu neměnných tržních úrokových sazeb, kalkuloval s průměrnými sazbami PRIBOR platnými pro rok 2019. I když se jedná o riziko systematické, kterému jsou vystaveny všechny subjekty na trhu, podnik by měl s tímto druhem rizika počítat.

Dle výhledu úrokových sazeb zveřejněného v dubnu 2020 (Komerční banka, 2020) lze v blízké budoucnosti předpokládat pokles úrokových sazeb. V roce 2021 by se měla průměrná úroková sazba 3M PRIBOR pohybovat kolem 1,13 % p. a., v roce 2022 kolem 1,44 % a následující dva roky 2023 a 2024 se dle předpovědí úroková sazba pohybuje vždy kolem hodnoty 2,3 – 2,4 %. Na základě těchto informací bude projekt podroben citlivostní analýze. Původní projektovaná sazba 6M PRIBOR ve výši 2,16 % p. a. bude nahrazena testovanými hodnotami o 1,00 % a 2,00 % nižšími a také o 1,00 % a 2,00 % vyššími. Stejným výkyvem bude pro účely testování zatížena i bezriziková úroková sazba, ze které vychází výpočet nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 52: Citlivostní analýza – dopad pohybu tržních úrokových sazeb (vlastní zpracování)

(v tis. Kč a v %)	pokles úrok. sazby o 2 %	pokles úrok. sazby o 1 %	var. 5 beze změny	růst úrok. sazby o 1 %	růst úrok. sazby o 2 %
C=NOA	3 503 800	3 503 800	3 503 800	3 503 800	3 503 800
NOPAT	752 895	752 895	752 895	752 895	752 895
N _{CK}	1,11 %	2,11 %	3,11 %	4,11 %	5,11 %
N _{VK}	12,40 %	13,40 %	14,40 %	15,40 %	16,40 %
WACC	6,06 %	6,95 %	7,85 %	8,74 %	9,64 %
EVA	540 675	509 310	477 944	446 579	415 213
<i>kvantifikace rizika</i>	62 731	31 366	0	-31 366	-62 731

Z tab. 52 je patrné, že pokud by úrokové sazby klesly až o 2 %, podnik by generoval pro svého majitele hodnotu až o 62,7 mil. Kč vyšší, než je tomu v případě projektovaných hodnot. V případě růstu úrokových sazeb by naopak tvořil hodnotu nižší. Toto riziko lze v současné době ošetřit pomocí zajišťovacích instrumentů v podobě IRS – Interest Rate Swap. Podnik by se měl určitě nad určitou diverzifikací úrokového rizika zamyslet, aktuálně se

jedná o vhodné období pro sjednání takového zajištění. Tržní úrokové sazby (6M PRIBOR) se pohybují pod úrovní 1 % p. a. Zajištění tržních úrokových sazeb na období 2022 – 2027, alespoň pro hodnotu budoucí dlouhodobé složky financování, by jistě stálo za zvážení.

Změna pohledu věřitele na riziko vybraného podniku

Vždy existuje riziko, že se změní finanční situace podniku, že podnik podlehne např. některé z hrozeb prezentovaných ve SWOT analýze, projeví se tedy jeho riziko obchodní. Bude věřiteli vnímán jako rizikový, sníží se jeho rating. Kritickým scénářem by mohlo být úplné odmítnutí financování podniku bankou, snížení ochoty banky poskytnout danou výši úvěrů, příp. zvýšení rizikové úrokové marže.

Případné úplné odmítnutí financování bankou by pak mělo fatální následky, projekt by nebylo možné zrealizovat, podnik by řešil existenční problémy. Pravděpodobnost takového rizika je ale nízká. Alternativou pro snížení hrozby v podobě neochoty banky poskytnout potřebnou výši zdrojů nebo hrozby výraznějšího navýšení úrokových marží, by bylo snížení rizika banky zapojením dalšího subjektu do financování. Z tohoto pohledu je tedy nutné nepodcenit přípravnou fázi a předjednat podmínky financování s vícero subjekty. Zmíněné zvýšení rizikové marže např. o 1 % by pak mělo negativní dopad do výkonnosti podniku podobný, jako je vyčíslen v tab. 52.

Nemožnost snížení hodnoty celkového investovaného kapitálu

I když je faktor času obecně považován za rizikový činitel, jak bylo potvrzeno i v předešlé kapitole, z pohledu realizace přípravné fáze projektu je časová rezerva vítána. Podnik tak získává prostor pro realizaci opatření ke snížení hodnoty zásob a vyjednání delších splatností dodavatelských faktur. Prostřednictvím těchto kroků by měl podnik nakumulovat finanční prostředky na účtech, z nich následně splatit část cizích zdrojů a tím snížit zapojený majetek. Existuje však určité riziko, že se podniku nepodaří přeměnit své zásoby do finančních prostředků, aby z nich mohla být splacena část závazků k věřitelům dluhopisů.

Pro toto riziko existuje náhradní alternativa, se kterou je počítáno i v rámci výsledné varianty, a sice splátka z finančních prostředků vygenerovaných na běžných účtech podniku bez přispění prostředků vygenerovaných z nadlimitních zásob. I když analýza prokázala, že podnik disponuje dostatečnými zůstatky na účtech a také vysokými pohledávkami z obchodních vztahů, i tak by plánovanou splátkou cizích zdrojů pravděpodobně došlo ke značnému snížení likvidity, až pod doporučené hodnoty. Pokud by tedy nedošlo k realizaci výsledné varianty 5 prostřednictvím snížením zásob, a situace se zůstatky na bankovních účtech byla

podobná jako k 31.12.2019, je třeba počítat s přechodným rizikem ve formě neplnění ukazatelů pohotové a hotovostní likvidity (tab. 53). Změní se i odpovídající ukazatele aktivity.

Tab. 53: Dopad alternativního scénáře optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku na ukazatele tradiční finanční analýzy (vlastní zpracování)

<i>ukazatele tradiční fin. analýzy</i>	výchozí stav	cílový stav	náhradní varianta
<i>ukazatele likvidity</i>			
běžná likvidita	4,00	1,74	1,74
pohotová likvidita	2,11	1,06	0,80
hotovostní likvidita	0,40	0,20	0,14
<i>ukazatele aktivity</i>			
doba obratu zásob (dny)	101	74	101
doba obratu pohledávek (dny)	73	73	51
obrat aktiv (obrátky/rok)	1,00	1,09	1,09

Pokud by nebylo možné zrealizovat variantu 5, a to ani prostřednictvím splátky z vygenerovaných prostředků podniku, příp. z pohledávek, pak by přicházela na řadu varianta 4, příp. 3. Dopad těchto variant na výkonnost podniku je předmětem analýzy provedené v tab. 46.

Časový skluz při realizaci projektu

Dalším rizikem projektu by mohl být případný časový skluz způsobený prodlevou způsobenou některým ze subjektů zapojených do projektu. I když je v rámci projektu počítáno s určitou časovou rezervou, není možné se s realizací projektu zpozdít, 30. leden 2022 je pro podnik limitující. Snížení rizika v této oblasti je možné docílit pravidelnou komunikací už v době přípravné fáze projektu (aktivita B) s budoucími věřiteli, seznámení bank s budoucími plány. Dalším krokem k eliminaci tohoto rizika je provádění pravidelné analýzy vývoje hospodaření už v přípravné fázi projektu, nejlépe za každé ukončené čtvrtletí, aby bylo možno průběžně vyhodnocovat, zda se podnik ubírá předpokládaným směrem. Uvedenými kroky by se minimalizovalo riziko vzniku časových prodlev a tím zpoždění celého projektu. 30. leden 2022 je termínem, který dále nelze prodlužovat.

12.6 Závěrečná doporučení

Přínosy tohoto projektu pro podnik jsou neoddiskutovatelné. V souvislosti s faktem, že podnik bude na přelomu roku 2021 a 2022 postaven před rozhodnutí, jak dále financovat své aktivity, jeví se spojení změny zdroje financování s optimalizací kapitálové struktury jako

ideální řešení. Projekt by měl být zahájen už v červnu 2020 svou přípravnou fází, jejímž cílem je snížení hodnoty zásob a podpůrně také prodloužení doby splatnosti závazků. Podnik tím získá více prostředků ve své nejlikvidnější formě, tedy na bankovních účtech. Projektová fáze už pak počítá s konkrétními kroky, které byly popsány v rámci aktivit projektu s počátkem v červnu 2021. Cílem těchto aktivit je splacení závazku z dluhopisů v lednu 2022, a to jednak prostřednictvím nově načerpaného pětiletého úvěru, ale také z vlastních zdrojů nakumulovaných v rámci přípravné fáze na bankovních účtech podniku.

Těmito kroky je jednak snížena celková hodnota majetku podniku, a tím také celkový zapojený kapitál, ale snížením cizích zdrojů je také upraven poměr mezi vlastními a cizími zdroji na svoji efektivní úroveň, kdy jsou náklady na kapitál minimální. K dalšímu poklesu nákladů na kapitál dojde snížením hodnoty nevyužívaných dlouhodobých zdrojů a zvýšením rámce pro levnější krátkodobý úvěr, který může podnik kdykoliv načerpat. Pokud se mu podaří v přípravné fázi nakumulovat vyšší stav prostředků na běžných účtech, než je kalkulováno v rámci projektu, je možné krátkodobý úvěr čerpat pouze částečně nebo vůbec. Je třeba zmínit, že k velké úspoře v hodnotě celkových nákladů na kapitál dojde změnou zdroje externího financování, tedy současné dluhopisové formy financování na formu úvěrovou, která se dle vyžádané nabídky banky ukázala jako levnější. Výše uvedené kroky související s optimalizací kapitálové se projeví také v efektivnějším hospodaření s majetkem podniku. Je v podstatě eliminována přebytečná likvidita a zefektivněna aktivita, jak z hlediska obrátu celkových aktiv, tak také obrátu závazků a zásob. Uvedenými optimalizačními kroky sníží podnik jednak průměrnou váženou sazbu nákladů na celkový kapitál o 0,35 %, ale sníží také celkové zapojené zdroje o 362 mil. Kč. Vlivem těchto dvou aspektů se zvýší finanční výkonnost podniku, měřená prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty EVA, o 42 mil. Kč. Tržní hodnota podniku se zvýší o 141 mil. Kč. Nejvýznamnější je však vliv na hodnotu vlastního kapitálu, kdy nalezením vhodné kapitálové struktury dojde ke zvýšení tržní hodnoty vlastního kapitálu pro majitele o 503 mil. Kč.

Stejně jako každý projekt, podléhá i tento určitým rizikům. Riziková analýza poukázala na rizika spojená s výkyvy tržních úrokových sazeb, s podnikatelským rizikem podniku, s dopadem nemožnosti snížení hodnoty zásob a rizikem časových prodlev všech zapojených subjektů. Ke všem rizikům však byly nalezeny alternativy pro minimalizaci jejich dopadů. Časová, nákladová i riziková analýza tedy prokázaly realizovatelnost projektu. Závěrem tak lze konstatovat, že přínosy tohoto projektu v každém případě převyšují jeho případná rizika.

ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo zvýšení finanční výkonnosti vybraného podniku prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury. Cíle bylo dosaženo prostřednictvím dvou dílčích cílů, tedy nalezením východiska teoretického a následně i praktického. Obě části vyústily do projektu optimalizace kapitálové struktury, v jehož závěru bylo prokázáno zvýšení finanční výkonnosti vybraného podniku. Výkonnost podniku, měřená prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty EVA, se díky provedené optimalizaci zvýšila o 42 mil. Kč za rok. Změna kapitálové struktury ovlivnila také tržní hodnotu podniku, která zaznamenala růst o 141 mil. Kč. Nejvýznamnější dopad byl zaznamenán v tržní hodnotě vlastního kapitálu, došlo k jejímu navýšení pro vlastníka o 503 mil. Kč. Prezentované výsledky tedy potvrzují splnění hlavního cíle diplomové práce.

I když pro mnohé podniky není optimalizace kapitálové struktury prioritní potřebou, výše uvedené hodnoty potvrzují její důležitost. Jak bylo zmíněno už v úvodu práce, dlouhodobá a stabilní pozornost nebyla této oblasti věnována ani ve vybraném podniku. Ambicí projektu tak bylo prokázat managementu podniku, že optimalizace kapitálové struktury má smysl, a že její vliv na finanční výkonnost je významný. Projekt je tedy přínosem zejména pro podnik, kterému poskytuje jakýsi návod, jak lze k optimalizaci kapitálové struktury přistoupit.

Z hlediska dalších perspektiv dosaženého výsledku je možné vyzdvihnout i optimalizaci majetkovou, která se v rámci projektu stala nutným předpokladem pro nalezení vhodné kapitálové struktury. Podnik díky projektu významně zefektivní i hospodaření se svým majetkem, zejména v oblasti krátkodobých aktiv. Díky tomuto aspektu je předpokládáno, že se projekt stane pro podnik ještě zajímavějším, neboť jeho realizace zahrnuje i kritický pohled na největší slabinu podniku, a tou jsou nadlimitní zásoby. V projektu je nastíněn jejich negativní vliv na výkonnost podniku. I když byl pro účely realizace projektu sestaven časový harmonogram, který považuje za ideální termín pro komplexnější zásahy do majetkové a kapitálové struktury podniku splatnost současných dluhopisů, nelze tento termín vnímat z hlediska optimalizace jako konečný, ale spíše jako počáteční. Začátek pravidelné a nepřetržité optimalizační činnosti podniku vedoucí ke zvyšování finanční výkonnosti.

Na závěr nezbývá než konstatovat, že realizace navrženého projektu vybraným podnikem a následný aktivní přístup k optimalizaci kapitálové struktury by jistě podnik posunuli o krok blíže ke splnění jeho strategického cíle: „Stát se jedničkou na trhu.“

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- BOOTH, Laurence et al., 2001. *Capital Structures in Developing Countries*. The Journal of Finance [online]. 56 (1), 87-130 [cit. 2020-04-16]. ISSN 00221082. Dostupné z: <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edsjrs&an=edsjrs.222464&scope=site>.
- BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN, 2017. *Principles of Corporate Finance*. 12th ed. New York: McGraw-Hill Education, 896 s. ISBN 978-1-259-25333-1.
- DAMODARAN, Aswath, 2016 – 2020. *Risk and Discount Rates* [online]. [cit. 2018.12.25]. Dostupné z: <http://pages.stejn.nyu.edu/~adamodar/>.
- DLUHOŠOVÁ, Dana, 2006. *Finanční řízení a rozhodování podniku. Analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Praha: EKOPRESS, s.r.o. ISBN 80-86119-58-0.
- DRURY, Colin, 2004. *Management and cost accounting*. 6th ed. London: Thomson Learning, xxxii, 1280 s. ISBN 1-84480-028-8.
- EKONOMICKÝ DENÍK, 2019. *CEEC research: Strojírenský průmysl klesne v roce 2020 o dvě procenta*. [online]. [cit. 2020-03-16]. Dostupné z: <https://ekonomickydenik.cz/ceec-research-strojirensky-prumysl-klesne-roce-2020-dve-procenta/>
- FIBÍROVÁ, Jana a Libuše ŠOLJAKOVÁ, 2005. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. Praha: Aspi. ISBN 978-80-7357-084-x.
- FRANK, Murray Z. a Vidhan.K. GOYAL, 2003. *Testing the pecking order theory of capital structure*. Journal of Financial Economics [online]. 67(2), 217 - 248 [cit. 2020-04-16]. DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00252-0. ISSN 0304405X.
- HOROVÁ, Michaela a Milan HRDÝ, 2007. *Aktuální problémy strategického finančního řízení podniků v ČR*. E+M Ekonomie a Management. [online]. roč. 10, č. 4, s. 80-86. Dostupné z: <http://www.ekonomie-management.cz/archiv/vyhledavani/detail/115-aktualni-problemy-strategickeho-financniho-rizeni-podniku-v-cr/>
- JAWORSKI, Jacek a Leszek CZERWONKA, 2019. *Meta-study on relationship between macroeconomic and institutional environment and internal determinants of enterprises' capital structure*. Economic Research-Ekonomska Istrazivanja [online]. 32(1), 2614-2637 [cit. 2020-05-16]. DOI: 10.1080/1331677X.2019.1650653. ISSN 1331677X.

JÍLEK, Josef, 2009. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada. 648 s. ISBN: 978-80-247-1653-4.

KALOUDA, František, 2019. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 9788073807566.

KARLÍKOVÁ, Olga, 2017. *Systém řízení pohledávek ve vybrané společnosti*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 92 s. Dostupné z: <http://hdl.handle.net/10563/42143>.

KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTÉS, 2017. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. Praha: Grada Publishing, 185 s. Prosperita firmy. ISBN 9788027106806.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol., 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

KOMERČNÍ BANKA, 2020. *Ekonomické výhledy update: Česká republika v hibernaci*. [online]. [cit. 2020-04-08]. Dostupné z: https://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/450d842a_ceska_republika_v_hibernaci

KNÁPKOVÁ, Adriana et al., 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3. kompl. aktual. vyd. Praha: Grada, 228 s. ISBN 978-80-271-0563-2.

KURZY.CZ, 2020. *Výnos dluhopisu 10R – ČR*. [online]. [cit. 2020-03-16]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-dluhopisu-10r-cr/>

MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ, 2016. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press, 452 s., ISBN 978-80-7261-287-1.

MARÍK, Miloš a kol., 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 9788086929675.

MPO ČR, 2016. *Metodika výpočtu INFA*. [online]. [cit. 2020-03-08] Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>

MPO ČR, 2016-2018. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR*. [online]. [cit. 2020-02-09] Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>.

MPO ČR, 2019. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2018*. [online]. [cit. 2020-02-09] Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu.html>.

MRKVIČKA, Josef a Jiří STROUHAL, 2014. *Manažerské finance*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Institut certifikace účetních. 331 s. ISBN 9788086716923.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2009. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2., aktualiz.a dopl.vyd.Praha: Linde,333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

PRÁŠILOVÁ, Pavlína, 2012. *Determinanty kapitálové struktury českých podniků*. E+M. Ekonomie a Management. [cit. 2020-05-16]. 15 (1), s. 89-104. Dostupné z: <http://www.ekonomie-management.cz/archiv/vyhledavani/detail/777-determinanty-kapitalove-struktury-ceskych-podniku/>

ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD a Bradford D. JORDAN, 2016. *Fundamentals of corporate finance*. Eleventh edition. New York: McGraw-Hill Education, xlv, 913 s. The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. ISBN 9780077861704.

SHYAM-SUNDER, L. a Stewart C. MYERS, 1999. *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure*. Journal of Financial Economics [online]. 1999, 51(2), 219 - 244 [cit. 2020-05-16]. ISSN 0304405X. Dostupné z: <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edselc&an=edselc.2-52.0-0000106113&scope=site>

SMEJKAL, Vladimír a Karel RAIS, 2013. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 4. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 483 s. ISBN 978-80-247-4644-9.

STROUHAL, Jiří, 2016. *Účetní souvztažnosti podnikatelských subjektů*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 260 s. ISBN 978-80-7552-268-9.

SYNEK, Miloslav a kol., 2003. *Manažerská ekonomika*. 3. přeprac. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 466 s. ISBN 802470515x.

ŠTEKER, Karel a Milana OTRUSINOVÁ, 2016. *Jak číst účetní výkazy: základy českého účetnictví a výkaznictví*. 2., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 288 s. ISBN 978-80-271-0048-4.

ŠULÁK, Milan a Lenka ZAHRADNÍČKOVÁ, 2012. *Rozbor výkonnosti firem*. V Plzni: Západočeská univerzita, 133 s. ISBN 9788026101468.

RŮČKOVÁ, Petra, 2010. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 139 s. ISBN 978-80-247-3308-1.

VALACH, Josef a kol., 2010. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 513 s. ISBN 978-80-869-2971-2.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

C	kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností dle Českého statistického úřadu
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	výsledek hospodaření po zdanění
EBIT	výsledek hospodaření před zdaněním a úroky
EBITDA	výsledek hospodaření před zdaněním, úroky a odpisy
EVA	ekonomická přidaná hodnota
IFRS	mezinárodní standardy účetního výkaznictví
MPO ČR	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
MVA	hodnota přidaná trhem
NOA	čistá operativní aktiva
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
N _{CK}	náklady na cizí kapitál
N _{VK}	náklady na vlastní kapitál
p. a.	ročně
PRIBOR	Prague InterBank Offered Rate
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita úplatného kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
RONA	rentabilita čistých operativních aktiv
SPREAD	rozdíl mezi rentabilitou čistých aktiv a váženými prům. náklady kapitálu
WACC	vážené průměrné náklady kapitálu

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1: <i>Vývoj finančních ukazatelů výkonnosti podniku</i>	15
Obr. 2: <i>Vztah ukazatelů EVA, MVA a NOPAT</i>	21
Obr. 3: <i>Přehled faktorů ovlivňujících EVA a MVA</i>	22
Obr. 4: <i>Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu</i>	30
Obr. 5: <i>Závislost vývoje rentability vlastního kapitálu na rentabilitě úplatného kapitálu a úrokové míře cizích zdrojů při různé zadluženosti</i>	35
Obr. 6: <i>Bod indiference kapitálové struktury</i>	36
Obr. 7: <i>Optimální zadluženost a vývoj nákladů na kapitál</i>	41
Obr. 8: <i>Vývoj výsledku hospodaření vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	57
Obr. 9: <i>Vývoj hodnot EVA, WACC a RONA vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	77
Obr. 10: <i>Vývoj nákladů na kapitál a zadluženosti podniku v letech 2016 – 2019</i>	79
Obr. 11: <i>Vývoj tržeb a zisku a jejich vliv na rentabilitu vlastního kapitálu vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	80
Obr. 12: <i>Pohled na zlaté bilanční pravidlo financování vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	82
Obr. 13: <i>Vztah ratingu a úrokové marže nabídnuté bankou</i>	91
Obr. 14: <i>Vztah WACC a EVA při dané zadluženosti podniku</i>	93
Obr. 15: <i>Časový harmonogram realizace projektu optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku</i>	115

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1: SWOT analýza vybraného podniku</i>	47
<i>Tab. 2: Vývoj výsledku hospodaření vybraného podniku v letech 2016 – 2019.....</i>	56
<i>Tab. 3: Přehled peněžních toků podniku v letech 2016 – 2019.....</i>	57
<i>Tab. 4: Přehled úprav aktiv a pasiv vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	59
<i>Tab. 5: Přehled úprav nákladů a výnosů vybraného podniku v letech 2016 – 2019.....</i>	59
<i>Tab. 6: Čistý pracovní kapitál vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	60
<i>Tab. 7: Ukazatele zadluženosti vybraného podniku v letech 2016 – 2019.....</i>	61
<i>Tab. 8: Prům. ukazatele zadluženosti podniků v odvětví CZ-NACE 25 v letech 2016 – 2018</i>	61
<i>Tab. 9: Ukazatele likvidity vybraného podniku v letech 2016 – 2019.....</i>	62
<i>Tab. 10: Průměrné ukazatele likvidity podniků v odvětví CZ-NACE 25</i>	63
<i>Tab. 11: Ukazatele rentability vybraného podniku v letech 2016 – 2019.....</i>	64
<i>Tab. 12: Prům. ukazatele rentability podniků v odvětví CZ-NACE 25 v letech 2016 – 2018</i>	64
<i>Tab. 13: Ukazatele aktivity vybraného podniku v letech 2016 – 2019.....</i>	65
<i>Tab. 14: Prům. ukazatele aktivity podniků v odvětví CZ-NACE 25 v letech 2016 – 2018</i>	65
<i>Tab. 15: Úprava aktivní strany rozvahy vybraného podniku v letech 2016 - 2019</i>	69
<i>Tab. 16: Úprava pasivní strany rozvahy vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	69
<i>Tab. 17: Úpravy položek výkazu zisku a ztráty vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	71
<i>Tab. 18: Výpočet daně a čistého operativního zisku vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	72
<i>Tab. 19: Přehled nákladů na cizí kapitál vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	73
<i>Tab. 20: Výpočet nákladů na vlastní kapitál vybraného podniku v letech 2016 - 2019 metodou CAPM</i>	74
<i>Tab. 21: Výpočet nákladů na vlastní kapitál vybraného podniku v letech 2016 – 2019 stavebnicovou metodou</i>	74
<i>Tab. 22: Odhad nákladů na vlastní kapitál vybraného podniku v letech 2016 – 2019 metodou odhadu z průměrného ROE odvětví.....</i>	75
<i>Tab. 23: Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu vybraného podniku v letech 2016 – 2019.....</i>	76

<i>Tab. 24: Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	76
<i>Tab. 25: Kapitálová struktura vybraného podniku v letech 2016 – 2019 navazující na úpravy pro výpočet EVA</i>	78
<i>Tab. 26: Přehled nákladů na kapitál vybraného podniku a dalších tržních faktorů v letech 2016 – 2019</i>	79
<i>Tab. 27: Efekt finanční páky u vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	81
<i>Tab. 28: Bod indiference vybraného podniku v letech 2016 -2019</i>	81
<i>Tab. 29: Pohled na zlaté bilanční poměrové pravidlo vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	83
<i>Tab. 30: Přehled vyplacených dividend vybraným podnikem v letech 2016 – 2019</i>	85
<i>Tab. 31: Výpočet ukazatele zadluženosti dle věřitelů vybraného podniku v letech 2016 – 2019</i>	87
<i>Tab. 32: Výťah z bankovní analýzy vybraného podniku k 31.12.2019</i>	90
<i>Tab. 33: Nabídka banky na financování vybraného podniku</i>	91
<i>Tab. 34: Přepočtení nabídky banky na zadluženost vybraného podniku</i>	92
<i>Tab. 35: Výpočet MVA a tržní hodnoty vlastního kapitálu vybraného podniku k 31.12.2019</i>	94
<i>Tab. 36: Iterační postup pro výpočet MVA a tržní hodnoty vlastního kapitálu vybraného podniku k 31.12.2019</i>	95
<i>Tab. 37: Přepočtení nabídky banky na zadluženost vybraného podniku v tržních hodnotách</i>	96
<i>Tab. 38: Návrh variant pro optimalizaci kapitálové struktury vybraného podniku</i>	97
<i>Tab. 39: Přepočtení navrhovaných variant optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku na podmínky cenové nabídky banky</i>	98
<i>Tab. 40: Přehled úrokových sazeb cizího kapitálu jednotlivých variant optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku</i>	98
<i>Tab. 41: Výpočet nákladů na kapitál pro jednotlivé varianty optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku</i>	99
<i>Tab. 42: Výpočet prostoru pro krátkodobé financování v rámci optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku</i>	101
<i>Tab. 43: Přepočtení stavu závazků z obchodního styku vybraného podniku na danou dobu obratu závazků</i>	102

<i>Tab. 44: Ověření výše optimální zadluženosti vybraného podniku dle nabídky banky</i>	103
<i>Tab. 45: Ověření výše optimální zadluženosti vybraného podniku dle nabídky banky</i>	106
<i>Tab. 46: Výpočet výkonnosti vybraného podniku s využitím jednotlivých variant optimalizace kapitálové struktury</i>	107
<i>Tab. 47: Výpočet dopadu optimalizace kapitálové struktury do výkonnosti vybraného podniku</i>	110
<i>Tab. 48: Výpočet dopadu výsledné varianty optimalizace kapitálové struktury na hodnotu MVA, tržní hodnotu vlastního kapitálu a podniku</i>	111
<i>Tab. 49: Výpočet dopadu výsledné varianty optimalizace kapitálové struktury na hodnotu MVA, tržní hodnotu vlastního kapitálu a podniku</i>	112
<i>Tab. 50: Srovnání vybraných ukazatelů tradiční finanční analýzy před a po optimalizaci kapitálové struktury vybraného podniku</i>	113
<i>Tab. 51: Přehled jednorázových nákladů projektu optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku</i>	116
<i>Tab. 52: Citlivostní analýza – dopad pohybu tržních úrokových sazeb</i>	117
<i>Tab. 53: Dopad alternativního scénáře optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku na ukazatele tradiční finanční analýzy</i>	119

SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha P I: Výkaz o finanční situaci vybraného podniku (2016 – 2019)
- Příloha P II: Výkaz zisku a ztráty vybraného podniku (2016 – 2019)
- Příloha P III: Horizontální a vertikální analýza majetkové a finanční struktury vybraného podniku (2016 – 2019)
- Příloha P VI: Horizontální a vertikální analýza majetkové a finanční struktury odvětví CZ-NACE 25 (2016 – 2018)
- Příloha P V: Odepsanost majetku vybraného podniku (2016 – 2019)
- Příloha P VI: Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů vybraného podniku (2016 – 2019)
- Příloha P VII: Horizontální a vertikální analýza výnosů a náklad odvětví CZ-NACE 25 (2016 – 2018)
- Příloha P VIII: Upravený výkaz o finanční situaci vybraného podniku (2016 – 2019)
- Příloha P IX: Upravený výkaz zisku a ztráty vybraného podniku (2016 – 2019)
- Příloha P X: Upravený výkaz o finanční situaci (NOA + C) pro výpočet EVA vybraného podniku (2016 – 2019)
- Příloha P XI: Upravený výkaz zisku a ztráty (NOPAT) pro výpočet EVA vybraného podniku (2016 – 2019)

PŘÍLOHA P I: VÝKAZ O FINANČNÍ SITUACI VYBRANÉHO PODNIKU (2016 – 2019)

POLOŽKA VÝKAZU O FIN. SITUACI (v tis.Kč)	2016	2017	2018	2019
AKTIVA	3 639 120	4 118 354	4 595 359	5 755 185
Dlouhodobá aktiva	1 646 113	1 800 268	1 766 413	1 856 660
pozemky, budovy, zařízení	1 287 707	1 434 400	1 490 016	1 678 872
- pozemky a stavby	361 497	352 043	358 507	390 915
- hmotné movité věci	878 672	1 013 372	1 060 622	1 237 295
- ostatní položky DHM	47 538	68 986	70 887	50 662
nehmotná aktiva	118 971	122 610	117 705	129 372
investice do přidružených podniků	0	330	330	330
investice do dceřinných podniků	113 613	113 613	115 613	21 100
dlouhodobé pohledávky	125 822	129 315	42 750	26 987
Krátkodobá aktiva	1 993 007	2 318 086	2 828 946	3 898 525
aktiva držena k distribuci vlastníkům	0	0	0	94 513
zásoby	1 160 583	1 234 291	1 369 447	1 313 978
pohledávky z obch.styku	462 921	650 297	684 395	946 383
splatné daňové pohledávky	0	0	0	0
ostatní pohledávky	121 525	148 097	490 716	349 192
peníze a peněžní ekvivalenty	247 978	285 401	284 388	1 194 458

POLOŽKA VÝKAZU O FIN. SITUACI (v tis.Kč)	2016	2017	2018	2019
PASIVA	3 639 120	4 118 354	4 595 359	5 755 185
Kapitál a fondy	1 066 199	1 632 448	1 989 073	1 269 326
základní kapitál	481 246	481 246	481 246	481 246
vlastní podíly	0	0	-175 043	-175 043
rezervní a ostatní fondy	0	0	0	0
kapitálové fondy	-78 321	-110 105	143 658	-259 695
kumulované fondy	663 275	1 261 307	1 539 212	1 222 818
Dlouhodobé závazky	1 489 918	1 605 766	1 670 645	2 358 476
úvěry, půjčky, dluhopisy	1 149 579	1 490 522	1 492 391	2 253 987
ostatní finanční závazky	172 168	0	0	0
závazky z finančního leasingu	10 023	7 013	4 828	1 918
odložený daňový závazek	126 713	73 954	137 496	66 872
rezervy	31 435	34 276	35 931	35 699
ostatní dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	1 083 003	880 141	935 641	2 127 383
závazky z obchodního styku	328 040	397 004	298 287	297 223
krátkodobé úvěry, kontokorenty	170 000	0	0	0
závazky z finančního leasingu	8 011	3 411	2 844	2 910
rezervy	38 041	34 233	34 234	36 761
splatné daňové závazky	2 295	25 342	78 188	34 750
ostatní závazky	536 616	420 150	522 088	1 755 738

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY VYBRANÉHO PODNIKU (2016 – 2019)

POLOŽKA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY	2016	2017	2018	2019
prodej zboží	411 544	594 985	347 789	571 527
prodej výrobků a služeb	2 979 841	3 331 363	3 749 762	3 981 408
prodej licence	0	0	0	108 659
Výnosy z hlavní činnosti	3 391 385	3 926 348	4 097 550	4 661 594
ostatní provozní výnosy	41 392	49 453	50 219	62 220
změna stavu zásob vlastní výroby	52 354	29 003	99 195	-44 016
aktivace	109 664	134 422	112 411	102 918
spotřeba materiálu, zboží a energie	-1 276 251	-1 647 760	-1 624 183	-1 935 087
služby	-615 370	-625 333	-795 159	-710 779
osobní náklady	-800 799	-809 591	-924 214	-1 015 139
odpisy	-158 927	-187 943	-211 653	-231 040
ostatní provozní náklady	-43 562	-33 134	-121 131	-66 976
Provozní výsledek hospodaření	699 886	835 465	683 034	823 694
výnosové úroky	6 433	4 673	52 235	13 145
nákladové úroky	-25 569	-38 367	-45 790	-87 183
ostatní finanční výnosy	177 141	117 323	321 754	243 621
ostatní finanční náklady	-270 757	-184 201	-242 335	-114 629
Výsledek hospodaření před zdaněním	587 134	734 892	768 899	878 649
daň z příjmu	-92 520	-37 171	-143 849	-167 802
Výsledek hospodaření za účetní období	494 614	697 721	625 050	710 847

**PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA MAJETKOVÉ A
FINANČNÍ STRUKTURY VYBRANÉHO PODNIKU (2016 – 2019)**

POLOŽKA VÝKAZU O FIN. SITUACI (v %)	2016	2017	2018	2019	2017/16	2018/17	2019/18
AKTIVA	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	13,2%	11,6%	25,2%
Dlouhodobá aktiva	45,2%	43,7%	38,4%	32,3%	9,4%	-1,9%	5,1%
pozemky, budovy, zařízení	35,4%	34,8%	32,4%	29,2%	11,4%	3,9%	12,7%
- pozemky a stavby	9,9%	8,5%	7,8%	6,8%	-2,6%	1,8%	9,0%
- hmotné movité věci	24,1%	24,6%	23,1%	21,5%	15,3%	4,7%	16,7%
- ostatní položky DHM	1,3%	1,7%	1,5%	0,9%	45,1%	2,8%	-28,5%
nehmotná aktiva	3,3%	3,0%	2,6%	2,2%	3,1%	-4,0%	9,9%
investice do přidružených podniků	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%
investice do dceřinných podniků	3,1%	2,8%	2,5%	0,4%	0,0%	1,8%	-81,7%
dlouhodobé pohledávky	3,5%	3,1%	0,9%	0,5%	2,8%	-66,9%	-36,9%
Krátkodobá aktiva	54,8%	56,3%	61,6%	67,7%	16,3%	22,0%	37,8%
aktiva držená k distribuci vlastníkům	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	0,0%	0,0%	100,0%
zásoby	31,9%	30,0%	29,8%	22,8%	6,4%	11,0%	-4,1%
pohledávky z obch.styku	12,7%	15,8%	14,9%	16,4%	40,5%	5,2%	38,3%
splatné daňové pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ostatní pohledávky	3,3%	3,6%	10,7%	6,1%	21,9%	231,3%	-28,8%
peníze a peněžní ekvivalenty	6,8%	6,9%	6,2%	20,8%	15,1%	-0,4%	320,0%

POLOŽKA VÝKAZU O FIN. SITUACI (v %)	2016	2017	2018	2019	2017/16	2018/17	2019/18
PASIVA	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	13,2%	11,6%	25,2%
Kapitál a fondy	29,3%	39,6%	43,3%	22,1%	53,1%	21,8%	-36,2%
základní kapitál	13,2%	11,7%	10,5%	8,4%	0,0%	0,0%	0,0%
vlastní podíly	0,0%	0,0%	-3,8%	-3,0%	0,0%	-100,0%	0,0%
rezervní a ostatní fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
kapitálové fondy	-2,2%	-2,7%	3,1%	-4,5%	-40,6%	230,5%	-280,8%
kumulované fondy	18,2%	30,6%	33,5%	21,2%	90,2%	22,0%	-20,6%
Dlouhodobé závazky	40,9%	39,0%	36,4%	41,0%	7,8%	4,0%	41,2%
úvěry, půjčky, dluhopisy	31,6%	36,2%	32,5%	39,2%	29,7%	0,1%	51,0%
ostatní finanční závazky	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	0,0%	0,0%
závazky z finančního leasingu	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	100,0%	-31,2%	-60,3%
odložený daňový závazek	3,5%	1,8%	3,0%	1,2%	-41,6%	85,9%	-51,4%
rezervy	0,9%	0,8%	0,8%	0,6%	9,0%	4,8%	-0,6%
ostatní dlouhodobé závazky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé závazky	29,8%	21,4%	20,4%	37,0%	-18,7%	6,3%	127,4%
závazky z obchodního styku	9,0%	9,6%	6,5%	5,2%	21,0%	-24,9%	-0,4%
krátkodobé úvěry, kontokorenty	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	0,0%	0,0%
závazky z finančního leasingu	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	100,0%	-16,6%	2,3%
rezervy	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%	-10,0%	0,0%	7,4%
splatné daňové závazky	0,1%	0,6%	1,7%	0,6%	1004,2%	208,5%	-55,6%
ostatní závazky	14,7%	10,2%	11,4%	30,5%	-21,7%	24,3%	236,3%

**PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA MAJETKOVÉ A
FINANČNÍ STRUKTURY ODVĚTVÍ CZ-NACE 25 (2016 – 2018)**

POLOŽKA ROZVAHY (v %)	2016	2017	2018	2017/16	2018/17
AKTIVA	100,0%	100,0%	100,0%	7,5%	8,4%
Dlouhodobý majetek	47,1%	50,0%	48,6%	14,1%	5,2%
DNM + DHM	43,1%	41,6%	41,2%	3,7%	7,3%
DFM	4,0%	8,4%	7,4%	126,6%	-5,1%
Oběžná aktivity	52,9%	50,0%	51,4%	1,6%	11,6%
Zásoby	19,2%	19,1%	19,5%	7,3%	10,7%
Pohledávky	25,2%	23,2%	23,8%	-1,1%	11,2%
KFM a pen. prostředky	7,5%	6,8%	7,0%	-3,7%	13,0%
Časové rozlišení aktiv	1,0%	0,9%	1,1%	0,6%	31,5%
POLOŽKA ROZVAHY (v %)	2016	2017	2018	2017/16	2018/17
PASIVA	100,0%	100,0%	100,0%	7,5%	8,4%
Vlastní kapitál	52,6%	55,6%	53,6%	13,7%	4,5%
Základní kapitál	13,6%	12,1%	10,7%	-4,4%	-3,7%
VH minulých let+fondy ze zisku	29,1%	34,6%	35,4%	27,7%	10,8%
VH běžného účetního období	9,9%	8,9%	7,5%	-2,6%	-9,1%
Cizí zdroje	46,4%	43,6%	45,6%	1,0%	13,4%
Rezervy	3,6%	2,2%	1,9%	-34,8%	-8,1%
Závazky	42,8%	41,4%	43,8%	4,0%	14,5%
Dlouhodobé závazky	13,7%	17,4%	16,6%	37,0%	3,5%
Krátkodobé závazky	29,2%	24,0%	27,1%	-11,5%	22,5%
Časové rozlišení pasiv	1,0%	0,8%	0,8%	-16,7%	11,7%

PŘÍLOHA P V: ODEPSANOST MAJETKU VYBRANÉHO PODNIKU (2016 – 2019)

<i>(v tis.Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
ODEPSANOST MAJETKU	63,40 %	62,01 %	61,91 %	59,55 %
BRUTTO HODNOTA	3 335 246	3 535 996	3 657 520	3 962 539
Stavby	695 982	705 348	725 491	777 197
hmotné movité věci	2 639 264	2 830 648	2 932 029	3 185 342
KOREKCE	2 114 557	2 192 598	2 264 484	2 359 790
pozemky, stavby	353 965	372 790	386 673	405 969
hmotné movité věci	1 760 592	1 817 276	1 871 407	1 948 047
NETTO HODNOTA	1 220 689	1 345 930	1 399 440	1 608 523
pozemky, stavby	342 017	332 558	338 818	371 228
hmotné movité věci	878 672	1 013 372	1 060 622	1 237 295

**PŘÍLOHA P VI: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ
VYBRANÉHO PODNIKU (2016 – 2019)**

POLOŽKA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY (v %)	2016	2017	2018	2019	2017/16	2018/17	2019/18
Výnosy celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	13,3%	10,3%	10,1%
Výnosy z hlavní činnosti	93,8%	95,8%	90,6%	93,6%	15,8%	4,4%	13,8%
prodej výrobků a služeb	82,4%	81,3%	82,9%	79,9%	11,8%	12,6%	6,2%
prodej zboží	11,4%	14,5%	7,7%	11,5%	44,6%	-41,5%	64,3%
prodej licence	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	0,0%	0,0%	100,0%
Výnosy ostatní	6,2%	4,2%	9,4%	6,4%	-33,8%	174,2%	-24,3%
ostatní provozní výnosy	1,1%	1,2%	1,1%	1,2%	19,5%	1,5%	23,9%
výnosové úroky	0,2%	0,1%	1,2%	0,3%	-27,4%	1017,9%	-74,8%
ostatní finanční výnosy	4,9%	2,9%	7,1%	4,9%	-33,8%	174,2%	-24,3%
zisk/ztráta z prodeje investic	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

POLOŽKA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY (v %)	2016	2017	2018	2019	2017/16	2018/17	2019/18
Náklady celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	8,9%	14,6%	9,6%
Výkonová spotřeba	60,6%	66,9%	62,1%	62,0%	20,2%	6,4%	9,4%
spotřeba materiálu a energie	31,9%	35,7%	35,8%	35,8%	21,9%	14,8%	9,6%
služby	19,7%	18,4%	20,4%	16,6%	1,6%	27,2%	-10,6%
náklady vynaložené na prodané zbc	8,9%	12,7%	5,9%	9,5%	55,0%	-46,9%	77,1%
Náklady ostatní	39,4%	33,1%	37,9%	38,0%	-8,4%	31,1%	9,9%
změna stavu zásob vlastní výroby	-1,7%	-0,9%	-2,5%	1,0%	-44,6%	242,0%	-144,4%
aktivace	-3,5%	-4,0%	-2,9%	-2,4%	22,6%	-16,4%	-8,4%
osobní náklady	25,7%	23,8%	23,7%	23,8%	1,1%	14,2%	9,8%
odpisy	5,1%	5,5%	5,4%	5,4%	18,3%	12,6%	9,2%
ostatní provozní náklady	1,4%	1,0%	3,1%	1,6%	-23,9%	265,6%	-44,7%
nákladové úroky	0,8%	1,1%	1,2%	2,0%	50,1%	19,3%	90,4%
ostatní finanční náklady	8,7%	5,4%	6,2%	2,7%	-32,0%	31,6%	-52,7%
daň z příjmu	3,0%	1,1%	3,7%	3,9%	-59,8%	287,0%	16,7%

PŘÍLOHA P VII: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ ODVĚTVÍ CZ-NACE 25 (2016 – 2018)

POLOŽKA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY (v %)	2016	2017	2018	2017/16	2018/17
Výnosy z hlavní činnosti	100,0%	100,0%	100,0%	2,3%	3,9%
Tržby za prodej výrobků a služeb	92,7%	92,7%	92,4%	2,3%	3,7%
Tržby za prodej zboží	7,3%	7,3%	7,6%	2,4%	7,2%

POLOŽKA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY (v %)	2016	2017	2018	2017/16	2018/17
Náklady celkem	100,0%	100,0%	100,0%	10,0%	4,9%
Výkonová spotřeba	81,9%	78,8%	79,1%	5,8%	5,4%
Změna stavu zásob vlastní výroby	0,8%	0,8%	1,1%	15,0%	46,7%
Aktivace	-1,9%	1,8%	1,1%	-203,7%	-35,0%
Osobní náklady	16,6%	16,3%	16,6%	7,7%	7,0%
Nákladové úroky a podobné náklady	0,3%	0,2%	0,2%	-10,9%	3,9%
Daň z příjmů	2,4%	2,1%	1,8%	-4,4%	-9,5%

**PŘÍLOHA P VIII: UPRAVENÝ VÝKAZ O FINANČNÍ SITUACI VYBRANÉHO
PODNIKU (2016 – 2019)**

POLOŽKA VÝKAZU O FIN. SITUACI <i>(v tis.Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
AKTIVA	3 550 895	4 032 179	4 345 235	4 647 103
Dlouhodobá aktiva	1 646 113	1 800 268	1 766 413	1 856 660
pozemky, budovy, zařízení	1 287 707	1 434 400	1 490 016	1 678 872
nehmotná aktiva	118 971	122 610	117 705	129 372
investice do přidružených podniků	0	330	330	330
investice do dceřinných podniků	113 613	113 613	115 613	21 100
dlouhodobé pohledávky	125 822	129 315	42 750	26 987
Krátkodobá aktiva	1 904 782	2 231 911	2 578 822	2 790 442
aktiva držaná k distribuci vlastníkům	0	0	0	94 513
zásoby	1 160 583	1 234 291	1 369 447	1 313 978
pohledávky z obch.styku	462 921	650 297	684 395	946 383
splatné daňové pohledávky	0	0	0	0
ostatní pohledávky	33 300	61 922	240 592	156 816
peníze a peněžní ekvivalenty	247 978	285 401	284 388	278 752

POLOŽKA VÝKAZU O FIN. SITUACI <i>(v tis.Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY	3 550 895	4 032 179	4 345 235	4 647 103
Kapitál a fondy	1 144 954	1 742 986	1 845 848	1 529 454
základní kapitál	481 246	481 246	481 246	481 246
vlastní podíly	0	0	-175 043	-175 043
rezervní a ostatní fondy	0	0	0	0
kapitálové fondy	433	433	433	433
kumulované fondy	663 275	1 261 307	1 539 212	1 222 818
Dlouhodobé závazky	1 508 389	1 631 696	1 637 048	2 419 493
úvěry, půjčky, dluhopisy	1 149 579	1 490 522	1 492 391	2 253 987
ostatní finanční závazky	172 168	0	0	0
závazky z finančního leasingu	10 023	7 013	4 828	1 918
odložený daňový závazek	145 184	99 884	103 899	127 889
rezervy	31 435	34 276	35 931	35 699
ostatní dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	897 552	657 498	862 339	698 156
závazky z obchodního styku	328 040	397 004	298 287	297 223
krátkodobé úvěry, kontokorenty a dluhopisy	170 000	0	0	0
závazky z finančního leasingu	8 011	3 411	2 844	2 910
rezervy	38 041	34 233	34 234	36 761
splatné daňové závazky	2 295	25 342	78 188	34 750
ostatní závazky	351 165	197 507	448 786	326 511

PŘÍLOHA P IX: UPRAVENÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY VYBRANÉHO PODNIKU
(2016 – 2019)

POLOŽKA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY <i>(v tis. Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
prodej zboží	411 544	594 985	347 789	571 527
prodej výrobků a služeb	2 979 841	3 331 363	3 749 762	3 981 408
prodej licence	0	0	0	108 659
Výnosy z hlavní činnosti	3 391 385	3 926 348	4 097 550	4 661 594
ostatní provozní výnosy	41 392	49 453	50 219	62 220
změna stavu zásob vlastní výroby	52 354	29 003	99 195	-44 016
aktivace	109 664	134 422	112 411	102 918
spotřeba materiálu, zboží a energie	-1 276 251	-1 647 760	-1 624 183	-1 935 087
služby	-615 370	-625 333	-795 159	-710 779
osobní náklady	-800 799	-809 591	-924 214	-1 015 139
odpisy	-158 927	-187 943	-211 653	-231 040
ostatní provozní náklady	-43 562	-33 134	-121 131	-66 976
Provozní výsledek hospodaření	699 886	835 465	683 034	823 694
výnosové úroky	6 433	4 673	4 295	4 343
nákladové úroky	-25 569	-32 813	-45 790	-87 183
ostatní finanční výnosy	177 141	117 323	369 694	252 423
ostatní finanční náklady	-270 757	-189 755	-242 335	-114 629
Výsledek hospodaření před zdaněním	587 134	734 892	768 899	878 649
daň z příjmu	-92 520	-37 171	-143 849	-167 802
Výsledek hospodaření za účetní období	494 614	697 721	625 050	710 847

**PŘÍLOHA P X: UPRAVENÝ VÝKAZ O FIN. SITUACI (NOA + C) PRO VÝPOČET EVA
VYBRANÉHO PODNIKU (2016 – 2019)**

POLOŽKA VÝKAZU O FIN. SITUACI (v tis.Kč)	2016	2017	2018	2019
ČISTÁ OPERATIVNÍ AKTIVA (NOA)	2 770 090	3 380 749	3 495 111	3 865 679
Dlouhodobá aktiva	1 933 636	2 025 236	1 941 300	2 003 376
pozemky, budovy, zařízení	1 577 475	1 661 934	1 674 734	1 843 000
nehmotná aktiva	116 726	120 044	107 873	111 959
investice do přidružených podniků	0	330	330	330
investice do dceřiných podniků	113 613	113 613	115 613	21 100
dlouhodobé pohledávky	125 822	129 315	42 750	26 987
Krátkodobá aktiva	1 904 782	2 143 760	2 553 135	2 721 137
aktiva držena k distribuci vlastníkům	0	0	0	94 513
zásoby	1 160 583	1 234 291	1 369 447	1 313 978
pohledávky z obch.styku	462 921	650 297	684 395	946 383
splatné daňové pohledávky	0	0	0	0
ostatní pohledávky	33 300	61 922	240 592	156 816
peníze a peněžní ekvivalenty	247 978	197 249	258 702	209 447
Neúročené závazky	-1 068 328	-788 247	-999 324	-858 834

POLOŽKA VÝKAZU O FIN. SITUACI (v tis.Kč)	2016	2017	2018	2019
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY (C)	2 770 090	3 380 749	3 495 111	3 865 679
Kapitál a fondy	1 389 841	1 839 411	1 956 900	1 570 960
základní kapitál	481 246	481 246	481 246	481 246
vlastní podíly	0	0	-175 043	-175 043
rezervní a ostatní fondy	0	0	0	0
kapitálové fondy	433	433	433	433
kumulované fondy	663 275	1 261 307	1 539 212	1 222 818
ekvivalenty VK	244 887	96 425	111 052	41 506
Dlouhodobé závazky	1 202 238	1 537 927	1 535 367	2 291 808
úvěry, půjčky, dluhopisy	1 149 579	1 490 522	1 492 391	2 253 987
závazky z finančního leasingu	10 023	7 013	4 828	1 918
závazky z nájmu	42 636	40 392	38 148	35 904
Krátkodobé závazky	178 011	3 411	2 844	2 910
krátkodobé úvěry, kontokorenty a dluhopisy	170 000	0	0	0
závazky z finančního leasingu	8 011	3 411	2 844	2 910

**PŘÍLOHA P XI: UPRAVENÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (NOPAT) PRO VÝPOČET
EVA VYBRANÉHO PODNIKU (2016 – 2019)**

POLOŽKA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY <i>(v tis. Kč)</i>	2016	2017	2018	2019
prodej zboží	411 544	594 985	347 789	571 527
prodej výrobků a služeb	2 979 841	3 331 363	3 749 762	3 981 408
prodej licence	0	0	0	108 659
Výnosy z hlavní činnosti	3 391 385	3 926 348	4 097 550	4 661 594
ostatní provozní výnosy	39 120	41 976	47 846	60 168
změna stavu zásob vlastní výroby	52 354	29 003	99 195	-44 016
aktivace	109 664	134 422	112 411	102 918
spotřeba materiálu, zboží a energie	-1 276 251	-1 647 760	-1 624 183	-1 935 087
služby	-597 806	-608 560	-779 469	-689 647
osobní náklady	-800 799	-809 591	-924 214	-1 015 139
odpisy	-203 104	-235 297	-261 825	-285 329
ostatní provozní náklady	-43 562	-33 134	-60 633	-66 976
Provozní výsledek hospodaření	671 000	797 407	706 678	788 485
výnosové úroky	6 433	4 673	4 295	4 343
nákladové úroky	0	0	0	0
ostatní finanční výnosy	177 141	117 323	369 694	252 423
ostatní finanční náklady	-270 757	-189 755	-242 335	-114 629
Výsledek hospodaření před zdaněním	583 817	729 647	838 332	930 624
daň z příjmu	-91 997	-134 022	-156 839	-177 728
Čistý operativní zisk (NOPAT)	491 820	595 626	681 494	752 895