

Vysoká škola ekonomická v Praze

Bakalářská práce

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta podnikohospodářská

Studijní obor: Podniková ekonomika a management



Název bakalářské práce:

Ekonomická přidaná hodnota podniku LUKROM, spol. s r. o.

Autor bakalářské práce: Lenka Svobodová

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Jindřich Špička, Ph.D.

P r o h l á š e n í

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma
„Ekonomická přidaná hodnota podniku LUKROM, spol. s r. o.“
vypracovala samostatně s využitím literatury a informací,
na něž odkazuji.

V Praze dne 29. května 2012

Podpis

Název bakalářské práce:

Ekonomická přidaná hodnota podniku LUKROM, spol. s r. o.

Abstrakt:

Tato bakalářská práce se zabývá metodou vhodnou k měření výkonnosti podniku, a tou je ekonomická přidaná hodnota (EVA).

V teoretické části budou popsány dvě možnosti výpočtu, jedna z amerického prostředí vytvořena společností Stern Stewart & Company, druhá pro české podniky vytvořena Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR ve spolupráci s manželi Neumaierovými.

Tyto teoretické modely budou aplikovány v praktické části na existující českou firmu LUKROM, spol. s r.o. a cílem bude zjistit ekonomickou přidanou hodnotu v letech 2006 – 2010. Následně budou u druhé metody zjištěny jednotlivé vlivy na vrcholový ukazatel pomocí pyramidových rozkladů v meziročních změnách.

V závěru srovnám tuto firmu s odvětvím a zhodnotím její úspěšnost proti podnikům stejného zaměření pomocí benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA.

Klíčová slova:

Ekonomická přidaná hodnota (EVA), hodnocení výkonnosti, LUKROM, spol. s r.o., INFA

Title of the Bachelor's Thesis:

Economic Value Added of LUKROM, spol. s r.o.

Abstract:

This bachelor thesis deals with the method suitable for measuring business productivity Economic Value Added (EVA).

The theoretical part describes two calculation options, one from USA developed by Stern Stewart & Company, the other for czech companies created by Ministry of industry and trade in collaboration with couple Neumaier.

These theoretical models are applied in the practical part on the existing czech company LUKROM, spol. s r.o. and identify the economic value added in the years 2006 - 2010. Subsequently, the second method identified individual influences on the peak indicator with pyramidal decomposition of the annual changes. Finally, we compare this company with the industry and evaluate its success against the same focused businesses by benchmarking diagnostic financial indicators INFA.

Key words:

Economic Value Added (EVA), measuring business productivity,
LUKROM, spol.s r.o., INFA

Chtěla bych touto cestou poděkovat vedoucímu mé bakalářské práce, kterým byl pan Ing. Jindřich Špička, Ph.D., za jeho odborné vedení při zpracování této práce, cenné rady a čas, který mi věnoval při konzultacích.

Taktéž bych ráda za spolupráci poděkovala generálnímu řediteli společnosti LUKROM, spol.s r.o. panu Ing. Zdeňkovi Červenkoví.

Obsah

Úvod.....	1
1 Teoretická část	2
1.1 Vývoj ukazatelů výkonnosti podniku	2
1.2 Výpočet EVA metodou Stern Stewart & Company	4
1.2.1 Základní výpočet EVA	5
1.2.2 Transformace účetních dat	6
1.3 Výpočet EVA metodou MPO	15
1.3.1 Výpočet ROE.....	15
1.3.2 Výpočet R_e	16
1.3.3 Pyramidové rozklady	17
1.3.4 Porovnání s odvětvím	17
2 Praktická část	18
2.1 Představení podniku.....	18
2.1.1 Finanční situace podniku	19
2.2 Výpočet EVA metodou Stern Stewart & Company	22
2.3 Výpočet EVA metodou MPO	24
2.4 Pyramidový rozklad EVA.....	27
2.4.1 Rok 2006/2007	28
2.4.2 Rok 2007/2008	30
2.4.3 Rok 2008/2009	32
2.4.4 Rok 2009/2010	34
2.5 Porovnání s odvětvím	37
2.6 Srovnání EVA podle metody MPO a Stern Stewart & Company	43
3 Závěr	44
4 Zdroje	46
5 Seznam obrázků a tabulek.....	48
6 Přílohy	50

Úvod

V této práci bych ráda rozebrala problematiku hodnotových kritérií výkonnosti podniku. Vybrala jsem si hodnocení výkonnosti pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty - EVA. Tento ukazatel je jedním z nejnovějších a nejčastěji používaných firmami na celém světě při vytváření finančních analýz podniku.

V teoretickém úseku se budu věnovat popsání tohoto ukazatele, zdůraznění jeho výhod a odlišností proti klasickým ukazatelům.

Zaměřím se na dvě metody výpočtu – tou první bude metoda podle americké firmy Stern Stewart & Company, která je i autorem tohoto ukazatele. Jako druhou metodu použiji techniku vyvinutou ve spolupráci MPO a manželů Neumaierových, která využívá model oceňování INFA. Největší výhodou této druhé metody je, že byla upravena přímo pro podniky v českém prostředí. Budu porovnávat metody výpočtů, které použiji v aplikační části.

V praktické části mé práce budu tyto dva modely konkrétně používat pro existující českou firmu – LUKROM, spol. s r.o. Tato společnost se zabývá pěstováním, výrobou i velkoobchodem se zemědělskými plodinami.

Veškeré účetní informace o této firmě použiji z elektronické databáze Albertina, která je dostupná na půdě VŠE.

Nejdříve tuto firmu podrobně představím a zhodnotím její vývoj v letech 2006 - 2010. Poté aplikuji dvě již zmiňované metody výpočtu a spočítám ekonomický zisk společnosti LUKROM, spol. s r.o.

Na závěr porovnáám mou vybranou společnost s odvětvím pomocí benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA.

Důvodem, proč jsem si tuto firmu vybrala, je, že je druhou největší ve svém oboru v České republice a každým rokem zvyšuje svůj obrát. Ráda bych zanalyzovala příčiny takového úspěchu, dokonce i v dobách krize, a zjistila, jestli tento podniku vykazuje nejen zisk, ale i přidanou hodnotu. Dalším důvodem byla možnost osobního kontaktu s generálním ředitelem této firmy panem Ing. Zdeňkem Červenkou, který, doufám, mou práci obohatí o svůj názor přímo z interního prostředí této organizace.

Cílem mé práce je posoudit, zda každým rokem vytváří společnost LUKROM, spol. s r.o. přidanou hodnotu (EVA), tedy jestli roste její zisk nikoliv jen účetní, ale i ekonomický a identifikovat klíčové faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu této společnosti. Dále je cílem zhodnotit jednotlivé vlivy na vrcholový ukazatel v meziročním srovnání a porovnání tohoto podniku s odpovídajícím odvětvím.

1 Teoretická část

1.1 Vývoj ukazatelů výkonnosti podniku

Otázka, co znamená mít úspěšný podnik a jak měřit jeho výkonnost, je dlouho diskutovaným tématem. Abychom mohli odpovědět, musíme vzít v úvahu rychlost vyvíjení se prostředí, ve kterém firmy existují. Aby mohly bez problémů fungovat, musí se umět přizpůsobit a flexibilně reagovat na všechny změny a neustále svou výkonnost měřit, vyhodnocovat a zlepšovat.

Během několika desetiletí byla vytvořena různá kritéria, která podnikovou výkonnost měří. Historický pohled na měření výkonnosti můžeme vidět v následující tabulce.

Tabulka 1 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti

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

Zdroj: Pavelková, Knápková: Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera

Důležitost tvorby hodnoty pro vlastníky je jednoduchá – oni přišli s nápadem své činnosti, obětovali své peníze a nesou největší riziko podnikání. Samozřejmě aby se jim podnikání dařilo, musí uspokojovat všechny, kteří jsou s podnikem spjati = stakeholder value. Forma uspokojení je různá, ale bezpochyby každý si přeje návratnost své investice.

„Dnes se stává stále aktuálnější ztotožnění úspěchu s tvorbou hodnoty. Tento přístup k řízení sleduje růst hodnoty jako základní cíl podnikání. K jeho naplnění jsou směřovány všechny aktivity podniku.“

Hodnota je tedy považována za vhodné měřítko výkonnosti podniku a je propagována myšlenka „přepnout z řízení zisku na řízení hodnoty“. (Pavelková, a další, 2005 stránky 13-14)

Klasické vs. moderní ukazatele

Častou otázkou odborníků v ekonomické sféře je porovnání klasických a moderních ukazatelů. Klasickými nazýváme např. ROI, ROE, ROA, EPS. Moderními jsou EVA, CFROI, aj. V klasickém přístupu dochází k měření výkonnosti z maximalizace zisku.

U moderních metod se zohledňují veškeré činnosti podniku a lidé účastníci se v tomto procesu. Základem je zvyšovat hodnotu vložených prostředků vlastníky podniku. Důležitá je implementace ekonomického zisku a také oportunitního nákladu (viz dále). (Pavelková, a další, 2005 str. 16)

Hlavní nedostatky klasických ukazatelů:

- Neberou v úvahu riziko, inflaci, časovou hodnotu peněz
- Neporovnávají VH s náklady obětované příležitosti
- VH může být ovlivněn různými účetními politikami podniku, může obsahovat výnosy a náklady, které nejsou hlavní činností podniku
- Aktiva, která nesouvisí s hlavní činností podniku
- Ukazatelé rentability nejsou měřítkem úspěšnosti bez porovnání s oportunitními náklady (např. zvýšené ROE neobsahuje riziko z použití cizího kapitálu) (Pavelková, a další, 2005 stránky 23-24)

Hlavní nedostatky účetního zisku:

- V případě účetního zisku ho může podnik hodně lehce ovlivňovat, a to vše legální cestou.
- Účetní ukazatelé nezohledňují časovou hodnotu peněz a především riziko. (Maříková, a další, 2001 str. 12)

Koncepce ekonomického zisku

Jak již bylo dříve řečeno, ekonomický zisk¹ zahrnuje také náklady na vlastní i cizí kapitál. Jsou započítány tedy všechny tzv. ekonomické náklady. Ekonomické pojetí nákladů je totiž poněkud jiné. Charakterizují nejen to, co bylo zapláceno, ale i to, co bylo obětováno. Patří zde např. úroky z vlastního kapitálu, ušlá mzda podnikatele a jiné tzv. oportunitní náklady (viz dále). (Synek, 2002 str. 36)

Abychom dosáhli co největší přesnosti ve výpočtu tohoto ukazatele, musíme striktně vymezit hlavní činnosti podnikání – tedy NOPAT by měl být počítán jen z operativní činnosti podniku. Na rozdíl od provozního zisku může zahrnovat i část hospodářského výsledku z finanční činnosti.

¹ Ekonomický zisk = nadzisk = übergewinn = super - profit

Dělení operativní a neoperativní činnosti podniku není nijak jednoduché. V některých situacích záleží na velmi subjektivním rozhodnutí, co do hlavní činnosti podniku přiřazovat a co už ne.

Za operativní činnost považujeme tu, která slouží k základnímu podnikatelskému účelu. Pokud se podnik zabývá více činnostmi najednou, musíme ho rozdělit a propočty určit pro každou činnost zvlášť.

Neoperativní činnost je ta, která není nezbytná pro výkon základní podnikatelské činnosti (např. investování dočasně volných peněz do akcií).

Hlavním důvodem pro oddělování operativních a neoperativních činností je jejich rozdílné riziko. (Maříková, a další, 2001 str. 15)

1.2 Výpočet EVA metodou Stern Stewart & Company

Ekonomická přidaná hodnota je relativně novým ukazatelem. Byl vymyšlen v roce 1991 americkou poradenskou firmou Stern, Stewart & Co.

„Forget EPS, ROE and ROI. EVA is what drives stock prices“
(Stern Stewart & Company, 1995, November - December str. 20)

Přesný výpočet, jakým ukazatel EVA tato firma počítá, nebyl nikdy zveřejněn. Koncept EVA bývá nazýván např. ekonomický, nebo reziduální zisk, neboť firma Stern Stewart & Co si registrovali ochrannou známku. EVA je oblíbeným a používaným ukazatelem, ale úplný seznam všech úprav je obchodním tajemstvím.

I když je tento ukazatel relativně nový, jisté náznaky tohoto principu se objevovaly již dříve. V roce 1896 Alfred Marshall definoval ekonomický zisk jako celkový čistý zisk snížený o náklady kapitálu. EVA je obměnou s určitými úpravami. (Pavelková, a další, 2005 stránky 50-51)

„Hlavní výhodou při hodnocení podniků spatřujeme v tom, že v podobě EVA získáváme nástroj, který kombinuje hospodářský výsledek s velikostí rizika, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku, a sblíží tak účetní veličinu s pohledy kapitálového trhu a investorů, kteří na něm působí.“

Další předností, kterou tento ukazatel přináší, je rozlišení účetního a ekonomického zisku. V případě účetního zisku zahrnujeme jen „běžní náklady“. Na rozdíl od toho u ekonomického zisku zohledňujeme i náklady kapitálu, především tedy náklady na vlastní kapitál. Podnik tedy vykazuje ekonomický zisk jen v případě, že je účetní zisk větší, než náklady na vložení vlastního kapitálu. (Maříková, a další, 2001 stránky 9-11)

Z toho vyplývá, že rozdíl mezi ekonomickým a účetním ziskem jsou náklady vlastního kapitálu, v tomto případě se jedná o tzv. oportunitní náklady, jiným slovem náklady ušlých příležitostí. Vyjadřují peněžní částky, které byly ztraceny tím, že zdroje nebyly vynaloženy na nejlepší alternativní použití. (Kislingerová, 2004 str. 94)

$$\begin{aligned}\text{Účetní zisk} &= \text{Výnosy} - \text{Účetní náklady} \\ \text{Ekonomický zisk} &= \text{Celkový výnos kapitálu} - \text{Náklady na kapitál}\end{aligned}$$

„EVA představuje peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství.“ (Kislingerová, 1999 str. 135)

Proto se ukazatel EVA jeví jako více vyhovující, ať už díky možnosti využití co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím, zahrnutím rizika, nebo hodnocením výkonnosti a oceněním podniku zároveň. (Maříková, a další, 2001 str. 12)

1.2.1 Základní výpočet EVA

Ukazatel EVA je čistý výnos z provozní činnosti snížený o náklady kapitálu. Základní podobou tohoto vzorce je:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital} * \text{WACC}$$

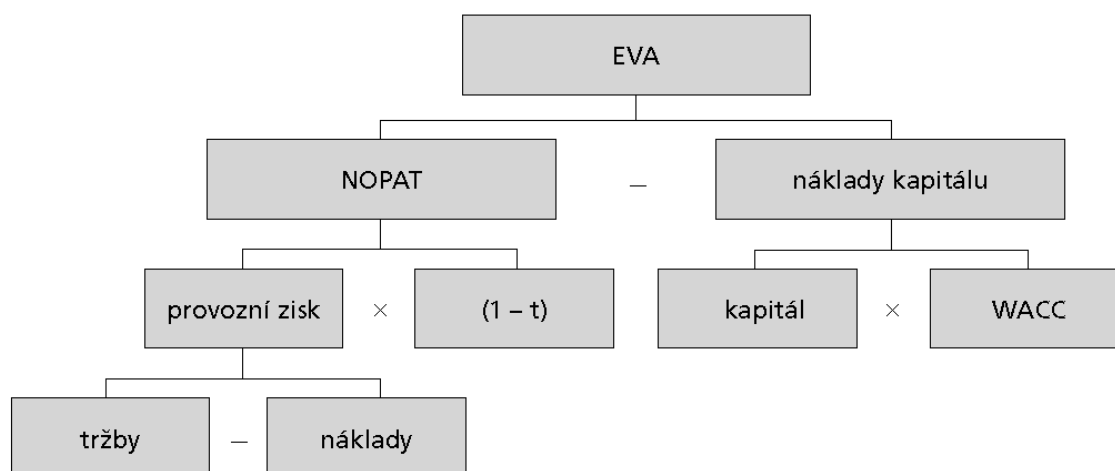
NOPAT – zisk z operativní činnosti podniku po dani

Capital (NOA) – kapitál vázaný v aktivech, která slouží operativní činnosti podniku

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu (Maříková, a další, 2001 str. 13)

„Jestliže provozní hospodářský výsledek převyší kapitálové náklady, tzn. EVA je větší, než nula, pak můžeme říci, že podnik ve sledovaném období vytvořil hodnotu pro své vlastníky, akcionáře.“ (Kislingerová, 2004 str. 96)

Obrázek 1 Rozklad EVA



Zdroj: www.businessinfo.cz

„EVA je absolutním ukazatelem = je samostatně využitelným kritériem pro hodnocení výkonnosti.“ (Pavelková, a další, 2005 str. 52)

Z tohoto obrázku můžeme usoudit, že jsou 3 cesty, jak docílit růstu výkonnosti podniku

- Růst provozní výkonnosti NOPAT při nezměněném investovaném kapitálu
- Zefektivnění majetkové portfolia
- Změna kapitálové struktury (obecně platí, že náklady na cizí kapitál jsou levnější, než náklady na vlastní, viz dále) (Kislingerová, 2004 str. 97)

Úpravám jednotlivých položek (např. vyloučení neoperativních položek z účtovaných aktiv, neúročené závazky) se budeme věnovat v dalších částech této práce. Pro vyčíslení čistého operativního zisku a výše investovaného kapitálu uvádí Stewart 164 úprav. V praxi se však používá pouze několik zásadních propočtů. (Pavelková, a další, 2005 str. 51)

Při výpočtu ukazatele vyhodnocujeme, zda je výnos přiměřený riziku. Jak říkají manželé Maříkovi: Existuje normální výnos přiměřený riziku, když je tento výnos větší, než jsme očekávali, navýšili jsme hodnotu podniku v důsledku větší výkonnosti.

Zřetelný problém tohoto předpokladu je samozřejmě ten, že nejsme schopni určit „normální“ výnosnost, ani přesnou kalkulaci rizika. Jak už jsem upozorňovala na začátku, spíše než o přesném výpočtu EVA můžeme mluvit o odhadu platném s určitou pravděpodobností. (Maříková, a další, 2001 str. 14)

1.2.2 Transformace účetních dat

Jak již bylo dříve řečeno, je nezbytná úprava většiny položek, které potřebujeme ve výpočtu EVA. Nyní si podrobně rozebereme, jaké modifikace musíme provést, abychom se přiblížili co nejpresnějšmu výpočtu.

Nejdůležitější je dostatečná konzistence mezi operativními aktivy, ekonomickým ziskem a náklady na kapitál. Operativní aktiva musí být jen ta nezbytná pro základní činnosti podniku, k nim musíme správně přiřadit náklady a výnosy. (Maříková, a další, 2001 str. 21)

Ve většině publikací se doporučuje, dokonce se dá říci, že striktně požaduje, aby byly hodnoty vyjádřeny v tržních, nikoliv účetních hodnotách. (Maříková, a další, 2001) (Maříková, a další, 2007)

Vzhledem ke složitosti těchto výpočtů a doporučení paní Kislingerové budu ve své práci počítat s účetními hodnotami. „V podmínkách ČR využití tržních hodnot, snad až na výjimky, není možné. Kapitálový trh zatím ve většině případů trpí řadou problémů, mezi jinými pak nízkou likviditou, které zcela zásadním způsobem determinují tržní hodnotu jednotlivých složek pasiv.“ (Kislingerová, 1999 str. 150)

1.2.2.1 Propočet operativních aktiv NOA

Finanční majetek

V tomto případě je nutné si uvědomit, zda finanční majetek zaujímá funkci jako strategická rezerva, nebo je pouze udržován v provozně nutné výši. V prvním případě bychom takto vykazovaný finanční majetek od aktiv odečetli. Znamená to tedy, že cokoliv nad provozně nutnou výši nemůžeme označovat za operativní aktivum. V praxi tedy tento přebytek musíme odečíst. A jak určíme, jak vysoká provozně nutná výše je?

Absolutní částku můžeme odhadnout, což je ve většině případů velmi obtížné. Nebo nám k relativní žádoucí úrovni pomůže známý poměrový ukazatel peněžní / okamžité likvidity L1.² (Maříková, a další, 2001 stránky 23-24) (Pavelková, a další, 2005 str. 56)

L1 vyjadřuje schopnost hradit krátkodobé závazky finančním majetkem (např. hotovost v pokladně, na běžném účtu). Doporučená hodnota se pohybuje mezi 0,2 až 0,5. (Zikmund, 2010)

Tento výpočet použijeme i pro odečtení neoperativního finančního majetku v praktické části u mého podniku. Spočítáme, pro jak velký finanční majetek je hodnota L1 0,2 (vezmeme minimální hodnotu) a přebytek finančního majetku odečteme od operativních aktiv.

Finanční investice

K finančním investicím řadíme podílové cenné papíry a vklady, investiční cenné papíry, půjčky s dobou splatnosti delší, než jeden rok, soubory movitých a nemovitých věcí pronajímaných jako celek.

Opět se zde musíme zamyslet nad účelem uložení peněz do těchto investic. Jestliže zde vidíme portfoliový charakter, z operativních aktiv by měly být tyto prostředky vyloučeny. Pokud však nám slouží k hlavní činnosti formy, počítáme je samozřejmě i do operativních aktiv. (Maříková, a další, 2001 str. 24)

²Peněžní (pohotovost) likvidita = Peníze a účty v bankách / krátkodobý cizí kapitál

Vzhledem k charakteru našeho podniku vyloučíme „Dlouhodobý finanční majetek“. Peníze jsou zde jen dlouhodobě uloženy a vydělávají nám, ale není to výnos z hlavní činnosti podniku.

Je důležité dodržet již zmiňovanou souvislost se začleněním položek do NOA a následně do NOPAT. Jestliže tedy investiční činnost, či majetek, vyloučíme z operativních aktiv, je důležité vyloučit i výnos / náklad plynoucí z ní z operativního hospodářského výsledku (viz dále).

Nedokončené investice

Tento majetek je sice obvykle provozně potřebný. Protože ale není k dispozici pro tvorbu současných hospodářských výsledků, doporučuje se tedy nedokončené investice z NOA vyloučit. (Maříková, a další, 2001 str. 25) (Pavelková, a další, 2005 str. 56)

V případě našeho podniku tedy z operativních aktiv vyloučíme položku „Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek“. Můžou to být například stavební povolení nebo technické dokumenty pro rozestavěnou halu, která nám nyní ještě nepřináší výnosy.

Nedobytné pohledávky

V případě, že je nedobytná pohledávka stále vykazována, je nutno ji od operativních aktiv odečíst. Firma LUKROM, spol. s r.o. za nedobytné pohledávky označuje ty, které jsou po splatnosti déle než 12 měsíců. Všechny jsou již řádně zaúčtovány, tudíž je není třeba nijak zohledňovat při výpočtu NOA.

Pasiva, která nenesou náklad

Důvodem je způsob výpočtu EVA, kdy uvažujeme operativní zisk, od kterého odečítáme náklady na kapitál. (Pavelková, a další, 2005 str. 56)

Ve firmě LUKROM spol. s r.o. se jedná o položky

- Závazky z obchodních vztahů
- Závazky ke společníkům, členům druž. a k účast. sdruž.
- Závazky k zaměstnancům
- Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění
- Stát - daňové závazky a dotace
- Odložený daňový závazek krátkodobý, dlouhodobý
- Závazky k ovládaným a řízeným osobám
- Krátkodobé přijaté zálohy
- Dohadné účty pasivní
- Jiné závazky
- Časové rozlišení
- Odložený daňový závazek (Maříková, a další, 2001 stránky 38 - 39)

Tabulka 2 Výpočet NOA

NOA	
Aktiva	
-	Finanční majetek nad hodnotu $L1 = 0,5$
-	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly
-	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek
-	Vykázané nedobytné pohledávky
+	Pasiva, která nenesou náklad (viz výše)

Zdroj: vlastní

1.2.2.2 Určení velikosti NOPAT

Jak již bylo dříve řečeno, je třeba dodržet zásady symetrie mezi položkami obsaženými v NOA a NOPAT. To znamená, že jestliže jsme do operativních aktiv ne/zařadili některá aktiva, je nezbytně nutné, abychom i náklady a výnosy s nimi spojené započítali do NOPAT a naopak. (Maříková, a další, 2001 str. 40)

NOPAT = Net operating profit after taxes. Čistý provozní zisk po zdanění představuje provozní zisk vygenerovaný v souvislosti s hlavní činností podniku. Jedná se o veličinu charakterizující efekt z dosaženého portfolia aktiv. Speciálními úpravami NOPAT přiblížíme účetní pojetí podniku pojetí investorů. Je to například proto, že tento zisk neobsahuje zisk z mimořádných činností, jako je např. prodej dlouhodobého majetku, který nesouvisí s hlavní provozní činností. (Kislingerová, 2004 str. 42)

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - t)$$

EBIT = zisk před úroky a zdaněním = EAT + daň z příjmů za běžnou činnost + nákladové úroky

T = sazba daně z příjmů právnických osob. (Kislingerová, 2004 str. 95) (Zikmund, 2010)

2006 – 24%

2007 – 24%

2008 – 21%

2009 – 20%

2010 – 19% (ÚčetníKavárna, 2012)

Abychom dodrželi operativní charakter, budeme sice vycházet z hospodářského výsledku z běžné činnosti (EAT), ale musíme provést úpravy.

Opět zvážíme provozně potřebný charakter finančních investic a krátkodobého finančního majetku. (V případě neprovozních výnosů je odečteme.) (Maříková, a další, 2001 stránky 41-42)

Vzhledem k charakteru našeho podniku, pro který výnosy z finančních investic nemají provozní povahu, odečteme všechny tyto položky – „Tržby z prodeje cenných papírů a podílů, Výnosové úroky, Prodané cenné papíry a podíly, Ostatní finanční výnosy“ a přičteme „Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů a Ostatní finanční náklady“, neboť by se nám do výpočtu projevily dvakrát – podruhé u nákladů na cizí kapitál. Dále je třeba vyloučit položky, které se svou výší nebudou opakovat – pro nás to znamená odečíst „Tržby z prodeje dlouhodobého majetku“ (Pavelková, a další, 2005 str. 57)

Tímto jsme očistili EAT pro naše účely, dále k němu přičteme úroky a daně a dostaneme potřebný EBIT.

1.2.2.3 Průměrné vážené náklady kapitálu

Každý kapitál nese náklad. Tyto náklady nás zajímají jednak jednotlivě, jednak jako vážený průměr. Je to důležité v mnoha situacích – ať už jde o rozhodování o realizaci investičních záměrů, výběru zdroje financování, nebo oceňování podniku.

Náklad kapitálu plyne z použití příslušného zdroje. Vycházíme z poznatku, že výnosnost kapitálu pro investora se rovná nákladům pro podnik – z těchto dvou pohledů také můžeme na náklady nahlížet.

Průměrné náklady kapitálu představují vážený průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu a s rostoucí zadlužeností stoupají, protože stoupá riziko věřitelů a ti požadují větší výnosnost půjčených prostředků. Jako důsledek rostoucího WACC se zvětšují i náklady na vlastní kapitál, neboť vlastníci nesou větší riziko, takže požadují větší výnosnost i pro sebe. (Pavelková, a další, 2005 stránky 157,158,170)

$$WACC = r_e \times \frac{E}{C} + r_d \times \frac{D}{C} \times (1 - T)$$

R_e = náklady na vlastní kapitál

R_d = náklady na cizí kapitál

E = vlastní kapitál

D = cizí kapitál

C^3 = $E + D$ (celkový dlouhodobě investovaný zpoplatněný kapitál)

T = daňová sazba z příjmů právnických osob

$1 - T$ = snížení o daňovou úsporu (Maříková, a další, 2001 str. 43)

(Pavelková, a další, 2005 str. 63)

³ Označováno také jako V = Value = celková bilanční suma

WACC vyjadřují náklady kapitálu jak vlastního, tak cizích zdrojů. Pracuje tedy jednak s úrokem, kde je zohledněna i daň, ale také s požadovaným výnosem akcionářů. Výsledná hodnota tedy není závislá jen na r_e a r_d , ale i na struktuře kapitálu, kterou podnik používá. Se změnou kapitálové struktury se posměňuje i WACC.

„Podniky „pracující“ ve stejném odvětví se mohou lišit průměrnými náklady kapitálu. Primárně totiž průměrné náklady závisí na užití zdrojů v podnikatelských aktivitách podniku, druhotně na zdroji. Podniky, které dokáží s vyšší mírou efektivnosti využít poskytnuté vlastní a cizí zdroje, dosahují nižších průměrných nákladů na kapitál.“ (Kislingerová, 1999 str. 148)

Vlastní vs. cizí kapitál

Vlastní kapitál je tím nejdražším zdrojem, který může podnik použít. Investor – akcionář má nárok na odměnu za poskytnutí kapitálu. Používáme – li cizí zdroje, úrok zahrnujeme do nákladů, sníží se nám tedy část, ze které se vypočítává daň a tomuto se říká pákový efekt. Proč tedy nevyužíváme jen cizích zdrojů? Čím větší část tvoří cizí zdroje oproti vlastním, tím je větší riziko pro věřitele a dochází k navyšování ceny, za kterou zdroj poskytuje, může se tedy stát, že neposkytne kapitál vůbec.

Podnik tedy optimalizuje kapitálovou strukturu tak, aby byly náklady na kapitál poskytovaný akcionáři a věřiteli co nejmenší. (Kislingerová, 1999 str. 61)

Do teoretických diskuzí ohledně struktury kapitálu zasáhla teorie Modiglianiho a Millera, kteří tvrdili, že struktura kapitálu nemá vliv na tržní hodnotu a celkové náklady. Tato teorie se v praxi ale nepotvrdila. (Pavelková, a další, 2005 str. 178)

1. Náklady na cizí kapitál

Částky, které platíme za cizí kapitál, plynou ze smluvní dohody. Úrokové náklady jsou kráceny o daňový štít.

Cizí kapitál je pro nás obecně levnější. Hlavní důvody jsou tyto:

- Neneseme riziko my, ale naši věřitelé. Riziko s růstem finanční páky i pro tyto subjekty roste.
- Druhým důvodem je existence daňového štítu. Náklady cizího kapitálu jsou daňově uznatelné. To znamená, že snižují daňový základ. V případě hrazení investice z našich vlastních zdrojů této výhody nedocílíme, protože účetnictví náklady obětované příležitosti nezná a nepracuje s nimi. (*Kuneš*)

Položky zpoplatněného cizího kapitálu:

- Dluhopisy
- Dlouhodobé bankovní úvěry
- Běžné bankovní úvěry
- Finanční výpomoci (*Kislingerová, 1999 str. 151*)

Od cizího kapitálu musíme odečíst neúročená pasiva (např. závazky vůči dodavatelům). (*Maříková, a další, 2007 str. 27*) (*Pavelková, a další, 2005 str. 161*)

Cena, kterou podnik za cizí zdroje platí, je většinou známa. Bývají to převážně bankovní úvěry. Emitování dluhopisů je v podnikatelské sféře spíše výjimečné. (*Kislingerová, 1999 str. 151*) Ani v případě mého podniku, který jsem si vybrala, nebudeme počítat s dluhopisy, proto se tomuto tématu nebudu více věnovat.

Náklady na cizí kapitál poté vypočteme jako podíl součtu „Nákladové úroky“ a „Ostatní finanční náklady“ – např. poplatky bance za vedení účtu) k velikosti cizích zpoplatněných zdrojů.

2. Daňová sazba T

V případě výpočtu WACC používáme daňovou sazbu vyhlášenou státem. Každý podnik totiž uplatňuje různou strukturu daňově neuznatelných nákladů, volíme tedy marginální = státem vyhlášenou sazbu, abychom měly stejné podmínky pro každý podnik.

Přesná čísla v letech 2006 – 2010 viz výše u výpočtu NOPAT.

3. Náklady na vlastní kapitál

Náklady vlastního kapitálu nejsou jen „náklady“, jaké už známe. Objevuje se nám tedy druhá poloha nákladů a tou jsou náklady příležitostí.

Náklady na vlastní kapitál neznamení tedy jen finanční náklady např. na vyplácení dividend, zvyšování kapitálu, aj. Více nás v tomto případě zajímá pohled investora, který se rozhoduje, zda bude financovat náš podnik. Základní otázka pro něj je, jaký výnos by mohl investor docílit při stejném riziku mimo náš podnik. (Maříková, a další, 2001 str. 46)

Je samozřejmé, že investice do akciového kapitálu je rizikovější, než uložení volných prostředků do banky, což je téměř bez rizika, míra výnosu tedy bude větší, protože investor bude „oceněn“ za podstoupení rizika. (Kislingerová, 1999 str. 158)

Model CAPM

Problémy nastávají, chceme – li konkrétně vyčíslit, kolik vlastní kapitál stojí. V Evropě se dříve spoléhalo spíše na odhad.

Je několik metod, kterými můžeme tyto náklady spočítat:

- Model oceňování kapitálových aktiv
- Model diskontovaných dividend
- Připočtení rizikové přírážky k bezrizikové úrokové sazbě
- Náklady na základě průměrné rentability VK v odvětví. (Pavelková, a další, 2005 str. 58)

V anglosaských zemích se uchytil koncept opírající se o teorie kapitálového trhu. Nejčastěji používaný model v praxi je model oceňování kapitálových aktiv CAPM = capital asset pricing model.

Přímka cenných papírů:

$$R_e = r_f + (R_m - r_f) * \beta$$

R_e = střední očekávaná výnosnost cenného papíru A

r_f = bezriziková výnosnost

R_m = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

β = koeficient beta cenného papíru

Tato přímka cenných papírů nám ukazuje očekávanou výnosnost a tím je zároveň i z pohledu podniku nákladem na vlastní kapitál.

Pro správný výpočet modelu CAPM si nyní musíme položit otázky:

- Jak velkou stanovit očekávanou rizikovou prémii kapitálového trhu?
- Jak stanovit β ?
- Jak určit bezrizikovou úrokovou míru? (Maříková, a další, 2007 stránky 115 - 117)

a) Riziková prémie kapitálového trhu ($R_m - R_f$)

Tato riziková prémie by nám měla vyjádřit, o kolik se zvětší výnosnost, jestli zvětšíme riziko oproti bezrizikovým aktivům. V praxi to vyjádříme pomocí rozdílu $R_m - R_f$. Použijeme rizikovou prémii pro Českou Republiku stanovenou na stránkách Damodaran.com – „Country risk premium“.⁴

b) Bezriziková výnosnost r_f

R_f vypočteme jako průměrnou výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů (za co nejdelší období). I když ale obecně můžeme říci, že žádná bezriziková aktiva neexistují. (Pavelková, a další, 2005 str. 164)

Tuto výnosnost použiji z internetové databáze Eurostatu.

„Long term government bond yields are calculated as monthly averages (non seasonally adjusted data). They refer to central government bond yields on the secondary market, gross of tax, with a residual maturity of around 10 years.“ (Eurostat, 2012)

c) Koeficient β = tržní riziko

Tento koeficient nám vyjadřuje závislost mezi výnosností podniku a výnosy trhu jako celku. Již dříve jsme si rozdělili riziko na systematické a specifické. Tento koeficient „nabízí“ odměnu pouze za riziko systematické, neboť předpokládáme možnost diverzifikace investic.⁵ (Maříková, a další, 2007 str. 122)

Udává citlivost investice vůči trhu, měří, k jaké procentní změně kursu v průměru dochází, jestliže dojde ke změně na trhu o 1%.

- $\beta > 1$... cenný papír má agresivní reakce, je rozkolísanější, zvyšuje rizikovost
- $\beta < 1$... akcie se pohybuje stejným směrem, ale pomaleji, je defenzivní
- $\beta = 1$... pohybuje se současně s trhem
- $\beta = 0$... nereaguje na trh (Kislingerová, 1999 stránky 87-88)
- $\beta < 0$... na pozitivní změnu výnosové míry tržního portfolia reaguje výnos aktiv negativně (Kislingerová, 1999 str. 163)

Pro výpočet tohoto koeficientu můžeme použít mnoho metod. V mé práci využiji metodu oborových hodnot – použití koeficientu pro odvětví mého podniku, který byl stanoven na stránkách www.damodaran.com.⁶ *„This data set lists betas by industrial sector. The betas are computed using 5 years of monthly returns for each stock and then averaged (simple).“* (Damodaran, 2012)

Zde budu vycházet ze stejné hodnoty pro všechny roky 2006 – 2010. Jedná se o hodnotu β určenou pro Evropu, konkrétně použiji odvětví „Farming/Agriculture“.

⁴ Damodaran.com – Updated Data – Data Sets - Risk Premiums for Other Markets – Country Risk Premium

⁵ „Matematicky je faktor beta roven kovarianci faktoru s tržním portfoliem dělené rozptylem tržního portfolia.“ (Kislingerová, 1999 str. 296)

⁶ Damodarn.com – Updated Data – Data Sets - Levered and Unlevered Betas by Industry

1.3 Výpočet EVA metodou MPO

Tato metoda vznikla ve spolupráci Ministerstva průmyslu a obchodu a manželů Inky a Ivana Neumaierových, kteří vymysleli ukazatelovou soustavu INFA. Z ní zde bude použit pyramidový rozklad ukazatele EVA.

Podle metody INFA se zaměřujeme na 3 hlavní skupiny vzájemně propojených pyramid:

- Tvorba produkční síly EBIT/Aktiva (ROA = return of assets)
- Dělení EBIT mezi věřitele, stát a majitele
- Finanční stabilita

Tento přístup ovšem nepočítá s transformací účetních dat a tudíž tento výsledek můžeme brát pouze jen jako přibližnou orientační hodnotu.

Základním vzorcem pro výpočet EVA je:

$$EVA = (ROE - r_e) * VK$$

Rozdělení podniků podle MPO

- Podniky tvořící ekonomickou přidanou hodnotu ($ROE > r_e$)
- Podniky netvoří EVA, ale $ROE >$ bezriziková sazba r_f
- $0 < ROE < r_f$
- $ROE < 0$ (Pavelková, a další, 2005 stránky 59 - 60)

1.3.1 Výpočet ROE

$$ROE = \frac{CZ}{Z} * \frac{\frac{EBIT}{A} - (UM * (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}))}{\frac{VK}{A}}$$

CZ/Z = VH po zdanění / VH před zdaněním (daňové zatížení)

$EBIT/A$ = Zisk před úroky a zdaněním/Aktiva = ROA

UM = Úroková míra = (nákladové úroky + ostatní finanční náklady) / bankovní úvěry

UZ = Úplatné zdroje (úročený kapitál, cizí i vlastní)

VK/A = Způsob financování podniku, velikost zadlužení

1.3.2 Výpočet R_e

$$r_e = \frac{WACC * \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} * UM * (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A})}{\frac{VK}{A}}$$

$$WACC = r_f + r_{FINSTAB} + r_{LA} + r_{POD}$$

Bezriziková sazba r_f

- Výnosem 10 letých státních dluhopisů (viz dříve)

Riziková přírážka za finanční stabilitu $r_{FINSTAB}$

- Navázána na $L3$ ⁷
- Když má podnik $L3$ menší, nebo rovnu hodnotě 1, pak je riziková přírážka dle této metodiky 10%
- Jestliže má podnik $L3$ větší, nebo rovnu 2,5, riziková přírážka je 0%
- V případě, že je $1 < L3 < 2,5$, použijeme tento vzorec:

$$r_{finstab} = ((2,5 - L3)^2 / (2,5 - 1)^2) * 0,1$$

Riziková přírážka za velikost podniku r_{LA}

- Je navázána na velikost úplatných zdrojů podniku (VK , bankovní úvěry, dluhopisy)
- Jestliže jsou úplatné zdroje menší, nebo rovny 100 mil, pak je přírážka 5%
- V případě, že je UZ větší, než 3 mld Kč, je r_{la} 0%.
- Když platí $100 \text{ mil Kč} < UZ < 3 \text{ mld Kč}$, pak použijeme vzorec:

$$r_{la} = (3 - UZ)^2 / 168,2$$

Pozn: Úplatné zdroje dosazujeme v mld.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko r_{POD}

- Navázána na ukazatel produkční síly ($EBIT/A$), která by měla být větší, než $UZ/A * UM$ (položíme $X1$)
- V případě, že je $EBIT/A > X1$... minimální hodnota rizikové přírážky v odvětví
 - Pro tento údaj použijí doporučenou minimální hodnotu r_{POD} od MPO pro zpracovatelský průmysl, kterou můžeme najít v tabulkách na internetových stránkách www.mpo.cz. Meziroční změny jsou zanedbatelné, ponechám tedy stejnou hodnotu pro všechny roky mé analýzy.
- Jestliže $EBIT/A < 0$... riziková přírážka je 10%

⁷ Běžná likvidita = oběžná aktiva / (kr. závazky + kr. bankovní úvěry)

- Pokud se podnik nachází v této situaci $0 < \text{EBIT}/A < X1$, platí vzorec:

$$r_{\text{pod}} = (((X1 - \text{EBIT}/A)^2 / X1^2) * 0,1$$

WACC

Nyní už můžeme spočítat průměrné vážené náklady kapitálu a dosadit tak do rovnice nákladů na vlastní kapitál r_e (viz dříve).

$$\text{WACC} = r_f + r_{\text{POD}} + r_{\text{FINSTAB}} + r_{\text{LA}}$$

(MPO, 2011)

1.3.3 Pyramidové rozklady

Jednotlivé ukazatele nám hodnotí stav, nebo vývoj podniku, avšak jsou jen jedním číslem složitého ekonomického procesu. Abychom dosáhli komplexního rozboru vlivů těchto dílčích ukazatelů, použijeme pyramidové rozklady. Ty rozloží vrcholový ukazatel (EVA) do dalších dílčích ukazatelů pomocí multiplikativních (násobení nebo dělení) nebo aditivních (sčítání nebo odčítání) vazeb.

Vhodně zkonstruovaná pyramidová soustava ukazatelů umožňuje systematicky posoudit minulou, současnou i budoucí výkonnost podniku.

Můžeme porovnávat vlivy na změnu EVA s odvětvovými hodnotami, nebo sledovat vlivy na změnu mezi dvěma časovými obdobími. (Sedláček, 2011 str. 82)

V našem případě se objeví vazby multiplikativní a kombinované (aditivní a multiplikativní). Právě v druhém případě se může stát, že díky těmto okolnostem rozklad nebude úplně přesný, ale spíše jen orientační.

V práci použiji **metodu postupných změn a funkcionální**. Funkcionální metoda se dá aplikovat v případě, že je mezi syntetickým ukazatelem a dílčími analytickými ukazateli součin. V případě, že se objevuje jak aditivní, tak multiplikativní vztah, použiji metodu postupných změn.

1.3.4 Porovnání s odvětvím

Na konec mé praktické části porovnáám podnik LUKROM, spol. s r.o. s hodnotami v odvětví zemědělství pomocí benchmarkingového diagnostického systému INFA na stránkách MPO. Společnost bude srovnána s průměrem v odvětví, s nejlepšími, velmi dobrými, ziskovými a ztrátovými podniky.

2 Praktická část

2.1 Představení podniku

Vznik této společnosti je dne 27. 5. 1991, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku.

Nejdříve se tato firma specializovala pouze na obchodování se zemědělskými komoditami, později svou činnost rozšířila o ostatní oblasti zabezpečující komplexní zemědělské služby.

Společnost je nyní tvořena šesti divizemi:

- Divize agrochemie
- Divize zemědělských komodit
- Divize výroby krmných směsí
- Divize živočišné výroby
- Divize zemědělské techniky
- Divize ekonomicko – právní

Tato společnost sídlí ve Zlíně a převažující odvětví je „Velkoobchod s obilím, surovým tabákem, osivy a krmivy“, ale zabývá se také výrobou a zpracováním zemědělských plodin, chovem zvířat, aj. Počet pracovníků v této firmě je v rozmezí 250 – 499 a základní kapitál je 110 mil Kč. Vlastníkem je již v úvodu zmiňovaný pan Ing. Zdeněk Červenka.

Skupina LUKROM se nadále rozrůstá (jak můžeme vidět v následujícím vývoji), vytváří, nebo kapitálově vstupuje do společností zabývajících se zemědělskou prvovýrobou nebo poskytujících služby na agrárním trhu.

Důležité momenty ve vývoji společnosti v letech 2006 - 2010

2006 – Odkup konkurzní podstaty společnosti Agrosovín a.s.

2007 – Kapitálový vstup do společnosti RACIOLA-JEHLIČKA s.r.o. a RACIOLA SK, s.r.o.

- Odkup majoritního podílu společnosti KRATINA, a.s.

2009 – Navýšení základního kapitálu ve společnosti Raciola - Jehlička, s.r.o. na 82,3%.

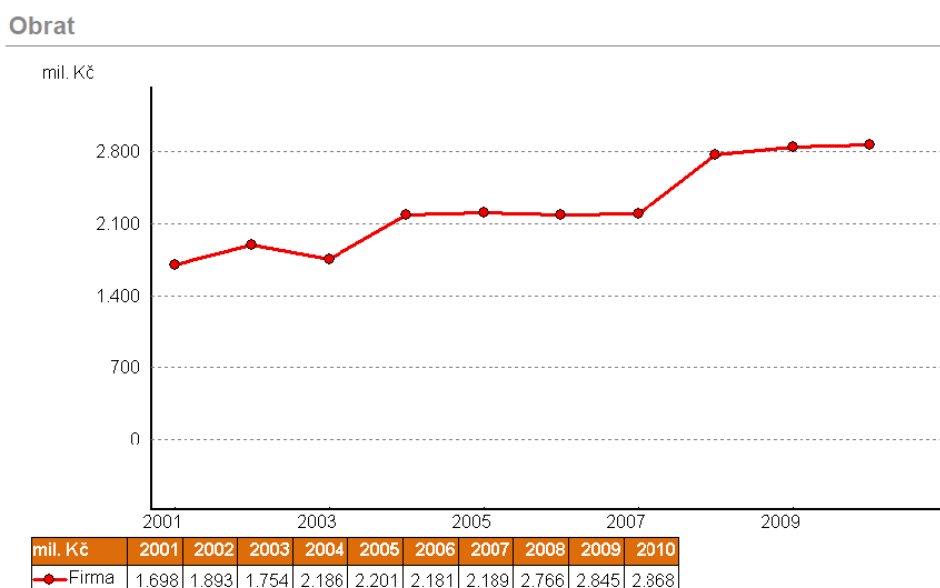
- Zánik společnosti Lukrom Zlín a.s. fúzí se společností LUKROM, spol. s r.o. a začlenění její činnosti do organizační struktury LUKROM, spol. s r.o.
- Prodej vinného sklepa Sovín
- Prodej společnosti LIKOD, s.r.o.

2010 – Nákup 60% podílu ve společnosti TOZOS spol. s r.o., prodej vinic

2.1.1 Finanční situace podniku

Na obrázku 2 můžeme vidět, že obrát společnosti neustále roste. Je to způsobeno především růstem tržeb z prodeje zboží, které se zvedly mezi roky 2006 a 2010 téměř o 100%. Taktéž se zvyšovala obchodní marže, což znamená, že firma zvyšovala své tržby za prodané zboží rychleji, než náklady na něj. Tržby za prodej vlastních výrobků také rostly, ale ne tak markantně, jako za prodej zboží. Největší zlepšení můžeme paradoxně pozorovat v období světové krize po roce 2007, kdy byl velký nárůst tržeb za prodané zboží.

Obrázek 2 Obrát



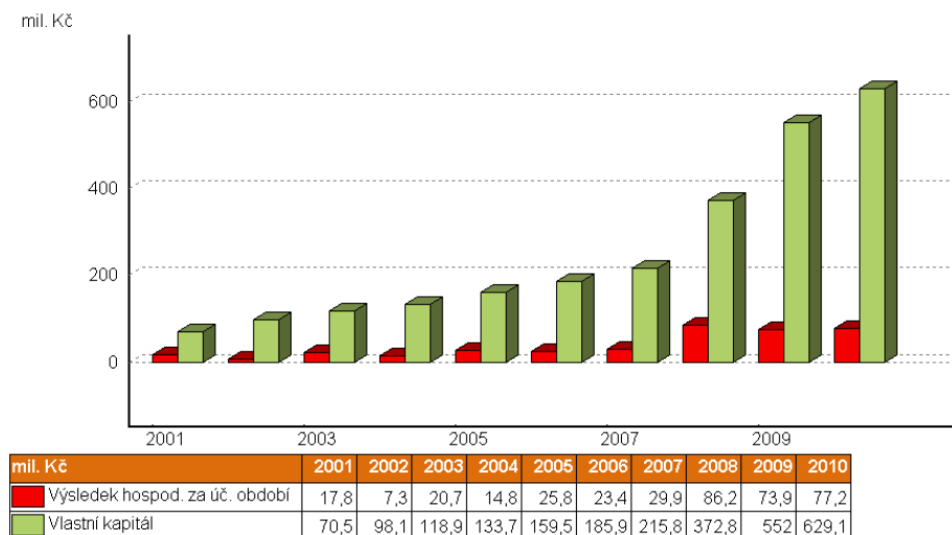
Zdroj: Databáze Albertina

Vývoj hospodářského výsledku po zdanění (obrázek 3) je taktéž velmi příznivý. Největší nárůst opět můžeme pozorovat mezi roky 2007 a 2008, kdy se čistý zisk zvýšil z 29 mld. Kč na 86 mld. Kč. Sice se prohloubila ztráta z finančního výsledku hospodaření z roku 2006, ale provozní výsledek se natolik zvýšil, že tuto ztrátu vyrovnal a ještě celkový zisk téměř třikrát navýšil.

Vlastní kapitál (obrázek 3) také roste, ale o mnoho pomaleji, než čistý zisk, proto se po celou dobu zlepšuje rentabilita vlastního kapitálu ROE. V letech 2007 a 2008 byl navýšen vlastní kapitál čistým ziskem běžného roku a nerozděleným ziskem minulých let. V roce 2009 byl navýšen základní kapitál na 326 200 tis. Kč zejména využitím nakumulovaného zisku z minulých let a přesunem části zisku do rezervního a kapitálového fondu.

Obrázek 3 Vývoj VH a VK

Vývoj výsledku hospodaření a vlastního kapitálu



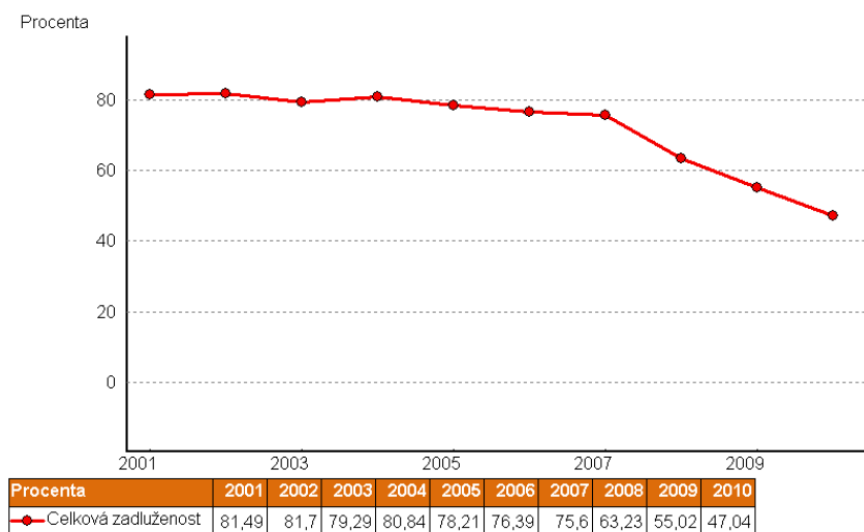
Zdroj: Databáze Albertina

Na obrázku 4, který zachycuje vývoj míry celkové zadluženosti, můžeme pozorovat, že ji firma LUKROM neustále snižuje. Není to v důsledku absolutního snižování cizích zdrojů, ale zvyšováním vlastního kapitálu (viz výše). V roce 2009 se společnost téměř dostává na hraniční míru zadluženosti doporučenou pravidlem vyrovnaní rizika (což je 50%). V letech 2006 a 2007 se zadlužení téměř nemění, i když se vlastní kapitál vlivem nerozdělených zisků minulých let zvýšil o 50%. Zvýšily se totiž i krátkodobé závazky nákupem komodit na sklad. Největší pokles zadlužení mezi roky 2007 a 2008 způsobilo zvýšení vlastního kapitálu vytvořením kapitálového fondu a nárůstem nerozděleného zisku minulých let a taktéž snížení cizích zdrojů v důsledku rozpouštění rezerv. V období 2008 – 2009 se nejvíce projevilo navýšení základního kapitálu a 2009 – 2010 snížení cizích zdrojů o krátkodobé bankovní úvěry.

Snahu o neustále snižování míry zadlužení potvrzuje i generální ředitel LUKROM, spol. s r.o. pan Ing. Zdeněk Červenka: „*Český bankovní systém je relativně stabilní. Vzhledem ale k celkové situaci v Evropě se snažíme neustále snižovat naše zadlužení.*“

Obrázek 4 Míra celkové zadluženosti

Zadluženost

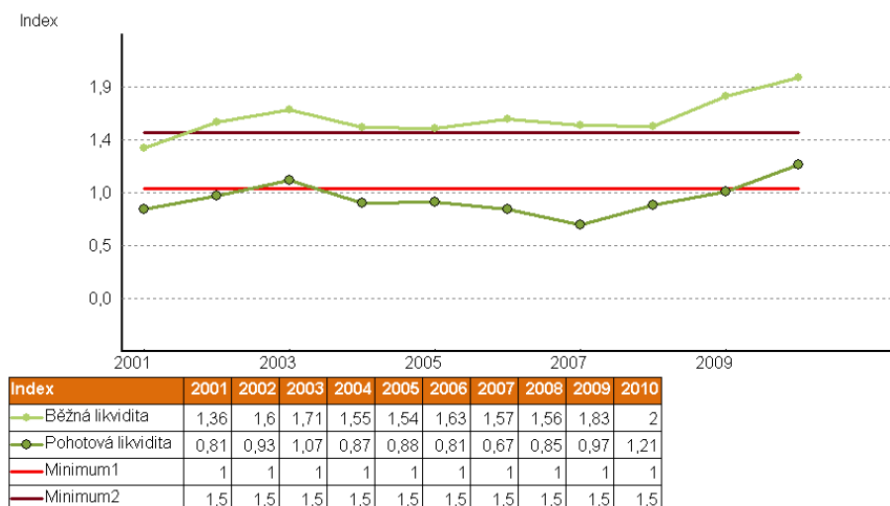


Zdroj: Databáze Albertina

V grafu likvidity L2 a L3 (obrázek 5) můžeme vidět, že firma používá agresivní způsob financování. L3 je sice nad minimální hranicí, avšak L2 je po většinu času pod minimem. Znamená to tedy, že firma nemá dostatečně kryté krátkodobé závazky finančním majetkem a pohledávkami. Mezi lety 2009 a 2010 ale můžeme vidět radikální zlepšení, které bylo způsobeno výrazným poklesem krátkodobých bankovních úvěrů a mírným nárůstem krátkodobých pohledávek.

Obrázek 5 L2 a L3

Likvidita



Zdroj: Databáze Albertina

2.2 Výpočet EVA metodou Stern Stewart & Company

Metodika výpočtu operativních aktiv je vysvětlena v teoretické části (str. 7 – 9). Neoperativní finance nejsou v případě tohoto podniku žádné. Už vzhledem k ukazatelům likvidity, které jsou v předchozí kapitole, víme, že firma používá agresivní způsob financování s minimem likvidních prostředků. Hodnota finančního majetku pro likviditu 0,2 by musela být (např. pro rok 2010) asi 48 000 tis. Kč, avšak v podniku je pouze 19 000 tis. Kč. Takto pod hranicí je to i pro všechny další roky.

Tabulka 3 Výpočet NOA

(Tis)	2010	2009	2008	2007	2006
Aktiva	1 187 923	1 227 263	1 013 950	884 648	787 524
Neoperativní finance	0	0	0	0	0
Finanční investice	152 786	122 417	87 227	108 113	67 830
Nedokončené investice	3 489	423	5 257	891	115
Pasiva, která nenesou náklad	249 340	217 113	226 557	206 622	183 331
NOA	782 308 Kč	887 310 Kč	694 909 Kč	569 022 Kč	536 248 Kč

Zdroj: Autor

Operativní aktiva až do roku 2009 stoupají (tabulka 3). Je to dáno především nárůstem dlouhodobého hmotného majetku (stavby) a dlouhodobého finančního majetku (podíly v ovládaných a řízených osobách). V letech 2009 – 2010 aktiva klesají převážně díky snížení oběžných aktiv, konkrétně zásob a zboží.

Pro propočtení NOPAT očistíme EAT od neoperativních nákladů a výnosů (metodika uvedena v teoretické části str. 9 – 10), po přičtení daně a nákladových úroků získáme EBIT a po zdanění požadovaný NOPAT.

Tabulka 4 Výpočet NOPAT

(Tis)	2010	2009	2008	2007	2006
EAT	77 155	73 892	86 201	29 913	23 413
Tržby z prodeje cenných papírů	0	15 040	0	0	250
Prodané cenné papíry a podíly	0	2 360	0	0	57
Výnosové úroky	427	1 315	1 104	553	359
Nákladové úroky	5 733	11 435	11 126	9 389	8 003
Ostatní finanční náklady	5 911	13 621	4 019	1 304	1 422
Ostatní finanční výnosy - tis. Kč	15 271	14 246	3 751	1 439	528
Tržby z dl. majetku	18 910	38 921	18 744	14 019	12 520
Očištěný EAT	54 191	15 875	66 201	17 228	12 794
EBIT	76 836	45 586	93 511	35 022	28 034
NOPAT	58 395 Kč	34 645 Kč	73 874 Kč	28 018 Kč	22 708 Kč

Zdroj: Autor

Největší zlepšení NOPAT je po roce 2007 způsobeno velkým nárůstem tržeb za prodané zboží. V roce 2009 klesl o více než polovinu, i když EAT se takto výrazně nezměnil. Je to dáno hlavně odečtením tržeb z neoperativní činnosti podniku, a tím jsou tržby z prodeje cenných papírů, které do NOPAT nemůžeme započítávat. V roce 2010 se situace opět zlepšuje.

Pro výpočet WACC (tabulka 5) byl použit model CAPM (model ocenění kapitálových aktiv).

Tabulka 5 Výpočet WACC

	2010	2009	2008	2007	2006
rd	7%	9%	6%	4%	4%
rf	3,14%	3,00%	3,40%	3,79%	3,77%
rm-rf	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%
beta	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
re	4,11%	3,97%	4,37%	4,76%	4,74%
E (tis)	629 139	551 984	372 815	215 84	185 927
D (tis)	170 793	269 621	233 588	253 474	253 286
C (tis)	799 932	821 605	606 403	469 314	439 213
WACC	4,34%	4,99%	4,66%	4,01%	3,74%

Zdroj: Autor

Vidíme, že náklady na kapitál jsou největší v roce 2009, je to dáno především vysokou úrokovou mírou za používání cizích zpoplatněných zdrojů.

Tabulka 6 Výpočet EVA

	2010	2009	2008	2007	2006
EVA (tis)	24 451 Kč	- 9 588 Kč	41 492 Kč	5 188 Kč	2 626 Kč

Zdroj: Autor

Tímto modelem jsme spočítali, že společnost LUKROM, spol. s r.o. přidanou hodnotu ve sledovaném období vytváří, kromě roku 2009. Vytváří tedy nejen účetní, ale i ekonomický zisk. Výnosy po odečtení účetních nákladů nám ještě pokryjí náklady vlastního kapitálu.

Největší EVA byla v roce 2008, který už se i v předchozích rozborech ukázal být nejlepším rokem ve sledovaném období. Takto vysoká hodnota byla díky především vysokému NOPAT.

V roce 2009 byla EVA záporná kvůli sníženému NOPAT a zvýšenému NOA. Firma tedy generovala menší zisky a ještě za použití více aktiv. Stala se tedy o mnoho méně rentabilní. Kdybychom chtěli této situaci předejít, museli bychom zvýšit tržby z operativní činnosti, nebo snížit velikost operativních aktiv – například větším prodejem zboží, nebo použitím zásob.

2.3 Výpočet EVA metodou MPO

V kapitole 2.3 se zaměříme na výpočet ekonomické přidané hodnoty pomocí metody vytvořené pro podniky na českém území. Jako první si musíme určit velikost ROE, poté velikost nákladů na vlastní kapitál a hodnotu vlastního kapitálu.

Tabulka 7 Výpočet ROE

	2010	2009	2008	2007	2006
CZ/Z	0,82	0,80	0,84	0,78	0,76
EBIT/A	0,08	0,08	0,11	0,05	0,05
UM	7%	9%	6%	4%	4%
UZ/A	0,67	0,67	0,60	0,53	0,56
VK/A	0,53	0,45	0,37	0,24	0,24
ROE	11%	11%	22%	13%	12%

Zdroj: Autor

Rentabilitu vlastního kapitálu jsme spočítali pomocí vzorce uvedeného v teoretické části mé práce (str. 15). Můžeme vidět, že nejlepší výsledek byl opět v roce 2008, kdy hodnota ROE stoupla až na 22%. Tento údaj znamená, že z každé vložené koruny vlastního kapitálu generujeme 22 haléřů zisku. Hlavními důvody příznivé situace v tomto roku jsou: snížení daňového zatížení, zvýšení produkční síly EBIT/A a relativně nízká úroková míra. Hlavním důvodem zlepšení produkční síly je velký nárůst výsledku hospodaření za účetní období způsobený obrovským přírůstkem provozního výsledku hospodaření. Ten se zlepšil v důsledku nárůstu tržeb za prodané zboží a také přidané hodnoty a dvojnásobným poklesem změny stavu zásob až do záporných čísel.

Tabulka 8 Bezriziková úroková míra (r_f) a rizikové přírážky

	2010	2009	2008	2007	2006
r_f	3,14%	3,00%	3,40%	3,79%	3,77%
L3	1,99	1,83	1,57	1,57	1,63
$r_{FINSTAB}$	1,17%	2,00%	3,83%	3,86%	3,34%
ÚZ (tis)	799 932	821 605	606 403	469 314	439 213
r_{LA}	3%	3%	3%	4%	4%
EBIT/A	0,08	0,08	0,11	0,05	0,05
UZ/A * UM	0,05	0,06	0,04	0,02	0,02
r_{POD}	2,57%	2,57%	2,57%	2,57%	2,57%

Zdroj: Autor

Bezriziková úroková sazba byla zvolena ve výši úrokové sazby desetiletých státních dluhopisů.

Pro výpočet rizikové přírážky za finanční strukturu byla použita L3, která je v intervalu 1 až 2,5. Bylo nutné proto použít vzorec $r_{finstab} = ((2,5 - L3)^2 / (2,5 - 1)^2) * 0,1$.

Úplatné zdroje jsou v rozmezí 100 mil – 3 mld, pro výpočet rizikové přírážky za velikost podniku použijeme výpočet $r_{la} = (3 - UZ)^2 / 168,2$, úplatné zdroje doplňujeme v miliardách.

U přírážky za podnikatelské riziko podniku je možné vidět, že ukazatel produkční síly je ve všech sledovaných letech větší než $UZ/A * UM$. Hodnota r_{POD} je tedy minimální hodnota přírážky pro odvětví doporučená MPO.

Sečtením těchto čtyř rizikových přírážek můžeme spočítat velikost průměrných vážených nákladů na kapitál WACC.

Tabulka 9 Výpočet WACC

	2010	2009	2008	2007	2006
WACC	9,75%	10,40%	13,21%	14,03%	13,58%

Zdroj: Autor

Vidíme, že WACC je o hodně vyšší, než u předchozí metody. Je to způsobeno zohledněním více faktorů, jako jsou rizika za velikost podniku, finanční stabilitu a podnikatelské riziko, které v předchozím výpočtu vůbec nebyly brány v úvahu.

Nyní už lze dopočítat r_e pomocí vzorce viz str. 16.

Tabulka 10 Výpočet r_e

	2010	2009	2008	2007	2006
r_e	10,88%	11,83%	18,07%	26,64%	28,21%

Zdroj: Autor

Náklady vlastního kapitálu můžeme zhodnotit jako několikanásobně větší, než u metody CAPM. Co je však pozitivní, je neustále klesající trend, což je způsobeno hlavně klesajícími WACC. Na ty měl největší vliv pokles rizikové přírážky za finanční stabilitu, což způsobil růst L3 (jak je možné vidět i na obrázku 5).

Tabulka 11 Výpočet Spread

	2010	2009	2008	2007	2006
ROE	11,49%	11,41%	22,21%	13,39%	12,01%
r_e	10,88%	11,83%	18,07%	26,64%	28,21%
Spread	0,61%	- 0,43%	4,15%	- 13,25%	- 16,20%

Zdroj: Autor

Kladný spread (rozdíl mezi ROE a r_e) byl v letech 2008 a 2010. Znamená to tedy, že rentabilita vlastního kapitálu byla větší, než alternativní náklady na vlastní kapitál. V ostatních letech byl tento rozdíl záporný. V roce 2006 byl spread nejhorší, kvůli vysokým alternativním nákladům na vlastní kapitál. Přesné vlivy na změny vrcholových ukazatelů popíši v kapitole pyramidových rozkladů 2.4.

V tabulce 12 je zobrazen vývoj vlastního kapitálu, který potřebujeme jako poslední veličinu k propočtení EVA.

Tabulka 12 VK

	2010	2009	2008	2007	2006
VK (tis)	629 139 Kč	551 984 Kč	372 815 Kč	215 840 Kč	185 927 Kč

Zdroj: Autor

Nyní jsou již kvantifikovány všechny hodnoty potřebné pro výpočet EVA podle vzorce:

$$EVA = (ROE - r_e) * VK.$$

Tabulka 13 Výpočet EVA

	2010	2009	2008	2007	2006
EVA (tis)	3 830 Kč	- 2 349 Kč	15 464 Kč	- 28 600 Kč	- 30 128 Kč

Zdroj: Autor

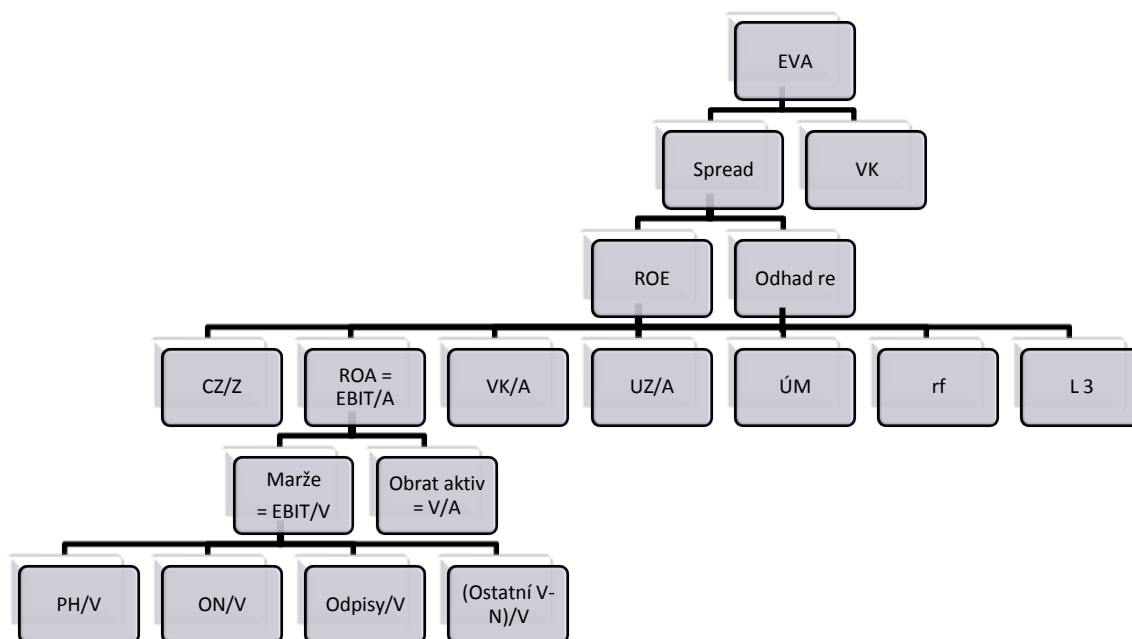
Tento způsob výpočtu pro podniky v českém prostředí je ke společnosti LUKROM, spol. s r.o. poněkud přísnější. Kladný ekonomický zisk vyšel jen ve dvou letech a těmi jsou 2008 a 2010. Rok 2008 se jeví jako nejlepší ve všech ukazatelích. Kladná EVA je způsobena již zmiňovanou velkou rentabilitou vlastního kapitálu a poklesem nákladů na vlastní kapitál proti roku 2007. Zvýšení VK proti roku 2007 tento kladný rozdíl ještě znásobilo. Dalším úspěšným rokem je 2010, kdy ROE zůstává sice stejné, jako v roce 2009, ale alternativní náklady na vlastní kapitál o 1 % klesly. Dále také rostl vlastní kapitál, který konečnou kladnou hodnotu EVA ještě zvýšil.

Ostatní roky mají zápornou EVA, pozitivní však je, že nejhorším rokem byl 2006 a od té doby se podnik stále zlepšoval, až na pokles v roce 2009, který byl způsoben mírně většími náklady na vlastní kapitál, než byla ROE. Avšak v dalším roce se EVA opět úspěšně dostala do zelených čísel.

2.4 Pyramidový rozklad EVA

Zkoumání jednotlivých vlivů budou provádět na základě rozkladu uvedeného na obrázku 6.

Obrázek 6 Pyramidový rozklad EVA



Zdroj: Vlastní zpracování podle MPO

Následující kapitoly budou zaměřeny na vlivy dílčích ukazatelů na meziroční změny EVA.

2.4.1 Rok 2006/2007

V prvním roce srovnání jsme mohli zaznamenat nárůst ukazatele EVA z - 30 128 tis. Kč na - 28 600 tis. Kč. Zůstáváme sice v záporných hodnotách, ale důležitý je kladný vývoj ekonomického zisku.

Jako první zanalyzujeme změnu ROE.

Tabulka 14 Determinanty ROE v letech 06/07

Rozklad ROE	
Změna ROE	1,38%
Změna CZ/Z	0,26%
Změna EBIT/A	1,57%
Změna VK/A	-0,30%
Změna UZ/A	0,33%
Změna ÚM	-0,52%

Zdroj: Autor

ROE meziročně stoupl o 1,38%. Hlavním důvodem byl nárůst rentability aktiv, který byl způsoben převážně navýšením provozního zisku (větší tržby za prodej zboží a také vlastních výrobků a služeb) a následně tak i růstem EBIT. Aktiva také zvýšila svou hodnotu, ale ne ve stejné míře, jako se zvedl EBIT, rentabilita se tedy celkově zlepšila. Dalším kladným směrem se vyvíjel poměr úplatných zdrojů k aktivům, který se snížil - poklesla tedy zadluženost. Bankovní úvěry a výpomoci se sice téměř nezměnily a narostl vlastní kapitál, ale taktéž se zvětšila aktiva a to více, než vlastní kapitál, celkově se tedy zadluženost snížila. Dalším důvodem kladné změny ROE bylo snížení daňového zatížení (stoupl poměr čistého zisku k zisku před zdaněním).

Negativní působení úrokové míry a zmenšení poměru VK/A v důsledku rychleji rostoucích aktiv, než vlastního kapitálu (nárůst dlouhodobého finančního majetku a zásob), není tak výrazné, jako předchozí pozitivní vlivy, proto je výsledkem zvýšení ROE.

Jak jsem již zmiňovala v teoretické části (str. 17), v případě rozkladu ROE jsou použity jak aditivní, tak multiplikativní vazby. Celkový vliv dílčích ukazatelů tedy nevyjadřuje přesnou změnu ROE, avšak velmi se tomu blíží.

Nyní se zaměříme na to, co způsobilo velký nárůst rentability aktiv (tabulka 15 a 16).

Tabulka 15 Determinanty ROA v letech 06/07

Rozklad ROA	
Změna ROA	0,48%
Zisková marže	0,58%
Obrat aktiv	-0,09%

Zdroj: Autor

Vidíme velké zlepšení ziskové marže, kterou podrobněji rozeberu v tabulce 16. Obrát aktiv se sice meziročně zhoršil kvůli rychlejšímu nárůstu aktiv, než výnosů, avšak zmíněná zisková marže tuto ztrátu dostatečně vykompenzovala.

Tabulka 16 Determinanty ziskové marže v letech 06/07

Rozklad ziskové marže	
Změna ziskové marže	0,27%
Změna PH/V	1,74%
ON/V	0,43%
Odpisy/V	0,03%
(Ostatní V - N)/V	-1,93%

Zdroj: Autor

Pozitivní změna ziskové marže byla způsobena převážně změnou poměru přidané hodnoty k výnosům. Přidaná hodnota stoupala rychleji, než celkové výnosy, což bylo pro podnik samozřejmě příznivé. Dále se při rostoucích výnosech dokonce snížily osobní náklady a také pozitivně působil ukazatel odpisy/V, neboť odpisy sice svou hodnoty zvedly, ale výnosy se zvětšily výrazněji. Ukazatel (ostatní V-N)/V se zhoršil díky výraznějšímu zvětšení zůstatkové ceny prodaného majetku a změny stavu, než byly tržby z prodaného dlouhodobého majetku. Dále sice klesly ostatní provozní náklady, ale výnosy také a to ještě výrazněji. Ukazatel (ostatní V-N)/V je tedy celkově záporný, ale ne v takové míře, jako působily kladné vlivy, změna ziskové marže je tedy pozitivní.

Přímým vlivem působícím na zvětšující se EVA je také snížení alternativních nákladů na vlastní kapitál. Jak můžeme vidět v tabulce 17, zmenšily se o 1,57 %.

Tabulka 17 Determinanty r_e v letech 06/07

Vlivy působící na r_e	
r_e	-1,57%
Bezriziková sazba r_f	0,02%
r_{LA}	-0,09%
r_{POD}	0,00%
$r_{FINSTAB}$	0,52%
$r_{FINSTRU}$	-2,02%

Zdroj: Autor

Hlavním důvodem byl pozitivní pokles rizikové přírážky za finanční strukturu a velikost podniku. Přírážka za finanční strukturu se snížila proto, že se zmenšil rozdíl $r_e - WACC$. To bylo způsobeno poklesem r_e a zároveň nárůstem WACC, který způsobila především zvýšená riziková přírážka za finanční stabilitu kvůli snížení hodnoty L3. Ta klesla v důsledku nárůstu krátkodobých bankovních úvěrů a závazků z obchodních vztahů.

Snížení přírážky za velikost podniku je díky navýšení úplatných zdrojů o 30 mil. Kč, což bylo způsobeno nárůstem vlastního kapitálu díky výsledku hospodaření minulých let. Bezriziková sazba a , jak již bylo řečeno, riziková přírážka za finanční stabilitu sice stouply, ale celkové r_e je stále menší, než bylo v roce 2006.

2.4.2 Rok 2007/2008

Rok 2008 byl pro společnost LUKROM, spol. s r.o. velmi úspěšný. To také můžeme vidět na nárůstu EVA, který se po roce 2007 z hodnoty - 28 600 tis. Kč zvedl na 15 464 tis. Kč. Nyní zanalyzujeme, co je příčinou tohoto velkého zlepšení.

Tabulka 18 Determinanty ROE v letech 07/08

Rozklad ROE	
Změna ROE	8,83%
Změna CZ/Z	1,05%
Změna EBIT/A	18,56%
Změna VK/A	-3,40%
Změna UZ/A	-0,91%
Změna ÚM	-2,08%

Zdroj: Autor

Ukazatel ROE se zlepšil o téměř 9 %. Jak můžeme vidět v tabulce 18, hlavní příčinou byl obrovský nárůst ROA (EBIT/A), konkrétní vlivy jsou uvedeny v tabulce 19. Také se zlepšilo daňové zatížení, čistý zisk se tedy přiblížil zisku před zdaněním. Ostatní ukazatele se zhoršily. Poměr vlastního kapitálu k aktivům klesl o 3,4 %, což bylo způsobeno výrazným nárůstem aktiv, vlastní kapitál se také zvýšil, ale ne tak výrazně. Aktiva se zvýšila díky položce „stavby“ a nedokončenému dlouhodobému majetku (což může být například nedokončená budova, která ještě není připravena k používání a tím pádem ještě nemůže generovat zisk). V předchozí metodě jsme aktiva o tuto položku očist'ovaly, v metodě podle MPO tyto úpravy neprobíhají. Úplatné zdroje k aktivům zvedly svůj podíl, což znamená negativní vliv na ROE. Cizí zpoplatněný kapitál zůstává téměř beze změny, ale zvětšil se vlastní kapitál v důsledku nárůstu kapitálových fondů a zisku minulých let. Avšak nárůst ROA je tak výrazný, že vykompenzoval tyto ztráty a je jedním z důvodů přírůstku EVA.

Co tedy způsobilo tak obrovský nárůst rentability aktiv?

Tabulka 19 Determinanty ROA v letech 7/08

Rozklad ROA	
Změna ROA	5,80%
Zisková marže	4,72%
Obrat aktiv	1,08%

Zdroj: Autor

Může za to především zisková marže, která způsobila téměř 5% změnu ROA. Obrat aktiv se také proti roku 2007 zlepšil, díky rychleji rostoucím výnosům (převážně tržby za prodej zboží), než aktivům.

Tabulka 20 Determinanty ziskové marže v letech 07/08

Rozklad ziskové marže	
Změna ziskové marže	2,06%
Změna PH/V	-0,97%
ON/V	0,11%
Odpisy/V	-0,26%
(Ostatní V - N)/V	3,18%

Zdroj: Autor

K celkovému zlepšení ziskové marže nejvíce přispěly ostatní výnosy bez nákladů v poměru k celkovým výnosům, neboť v roce 2007 byly dokonce v záporných hodnotách. V roce 2008 byly už kladné převážně díky záporné změně stavu zásob, která, svou hodnotou zvýšila „ostatní výnosy“. Osobní náklady meziročně sice rostly, ale o hodně pomaleji, než celkové výnosy, tento poměr tedy také zaznamenal pozitivní změnu. Negativní vliv ukazatele s přidanou hodnotou způsobilo to, že přidaná hodnota sice rostla, ale jen asi o 20 %, zatímco výnosy vzrostly přibližně o 30 %. Naopak odpisy se meziročně zvýšily až o 60%, což byl rychlejší nárůst, než 30 % navýšení výnosů. Avšak tyto dva ukazatele jen redukuje zvýšení ziskové marže, která ale i tak zůstává kladná.

Nejen, že proběhlo výrazné zvýšení ROE, také k nárůstu EVA přispělo snížení nákladů na vlastní kapitál.

Tabulka 21 Determinanty r_e v letech 07/08

Vlivy působící na r_e	
Změna r_e	-8,57%
Bezriziková sazba r_f	-0,39%
r_{LA}	-0,40%
r_{POD}	0,00%
$r_{FINSTAB}$	-0,03%
$r_{FINSTRU}$	-7,75%

Zdroj: Autor

Nejvíce se projevilo snížení rizikové přírážky za finanční strukturu. Jak již bylo řečeno, ta je vyjádřena rozdílem $r_e - WACC$. V roce 2008 alternativní náklady na vlastní kapitál výrazně klesly (tabulka 21) a WACC zůstává téměř nezměněné, celkový rozdíl se tedy zmenšil, a to až na třetinu, což způsobilo 7,75 % změnu r_e . Dále se taky snížila bezriziková sazba (státní dluhopisy) a riziko za velikost podniku v důsledku nárůstu úplatných zdrojů. Riziková přírážka r_{LA} se tedy sice snížila, avšak v tabulce 19 můžeme vidět, že se zvětšil poměr k aktivům, což negativně působilo na změnu ROE. Snížení přírážky za finanční stabilitu je v důsledku zvětšení L3, která byla způsobena převážně přírůstkem krátkodobých pohledávek. Změna za podnikatelské riziko není žádná.

Vliv velkého zvýšení ROE a velkého snížení r_e měl za následek výrazné zvýšení ekonomického zisku EVA v letech 2007/2008.

2.4.3 Rok 2008/2009

Meziroční změna EVA po úspěšném roce 2008 byla celkem radikální. EVA klesla z kladné hodnoty 15 464 tis. Kč na -2 349 tis. Kč.

Nyní se zaměříme na příčiny této negativní změny a zjistíme, které ukazatele výslednou hodnotu EVA nejvíce ovlivnily.

Tabulka 22 Determinanty ROE v letech 08/09

Rozklad ROE	
Změna ROE	-10,81%
Změna CZ/Z	-1,06%
Změna EBIT/A	-6,30%
Změna VK/A	-3,06%
Změna UZ/A	-1,06%
Změna ÚM	-1,48%

Zdroj: Autor

První příčinou byl pokles ROE o 10,81%. Hlavním důvodem bylo snížení rentability celkových aktiv o 6,3%. Příčiny se dozvíme v tabulce 23. I ostatní ukazatele poklesly – zvětšilo se daňové zatížení, vzrostl poměr VK/A a UZ/A a také se nepříznivě zvedla úroková míra za cizí kapitál. Poměr vlastního kapitálu k aktivům se zvýšil v důsledku navýšení základního kapitálu společnosti. Výhodou je, že kleslo zadlužení, ale pro rentabilitu VK je tato skutečnost negativní a snižuje velikost ROE o 3,06 %. Úplatné zdroje zvýšily svou velikost díky navýšení vlastního kapitálu v důsledku již zmiňovaného navýšení základního kapitálu. Všechny tyto změny daly dohromady zhoršení rentability vlastního kapitálu o přibližně 10%.

Tabulka 23 Determinanty ROA v letech 08/09

Rozklad ROA	
Změna ROA	-2,75%
Zisková marže	-1,50%
Obrat aktiv	-1,25%

Zdroj: Autor

Snížení ROA způsobily oba dva ukazatele téměř stejně – jak zisková marže, tak obrat aktiv. Meziročně se tyto ukazatele zhoršily přibližně o 1,5%. Ziskové marži se budu věnovat v tabulce 24. Obrat aktiv se zhoršil díky tomu, že aktiva se zvyšovala rychleji, než celkové výnosy.

Tabulka 24 Determinanty ziskové marže v letech 08/09

Rozklad ziskové marže	
Změna ziskové marže	-0,65%
PH/V	1,15%
ON/V	-0,78%
Odpisy/V	-0,32%
(Ostatní V - N)/V	-0,70%

Zdroj: Autor

I když se po roce 2008 zvýšil poměr přidané hodnoty k výnosům (přidaná hodnota rostla rychleji), ostatní ukazatele se zhoršily a jejich negativní vliv byl větší, než pozitivní změna PH/V. Osobní náklady vzrostly o 30%, zatímco výnosy jen o 6%. Tento důsledek má na změnu ziskové marže největší negativní vliv. Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku meziročně stouply o 36%, což bylo 6 krát více, než byl nárůst výnosů. (Ostatní V – N)/V sice zůstávají kladné, znamená to tedy, že ostatní výnosy převýšily ostatní náklady, avšak poměr k výnosům celkovým se zhoršil. A to i přesto, že jedině v roce 2009 ze sledovaného období společnost generuje tržby z prodeje cenných papírů a podílů. Zisková marže tedy klesá o 0,65%.

Tabulka 25 Determinanty r_e v letech 08/09

Vlivy působící na r_e	
Změna r_e	-6,23%
Bezriziková sazba r_f	-0,40%
r_{LA}	-0,58%
r_{POD}	0,00%
$r_{FINSTAB}$	-1,83%
$r_{FINSTRU}$	-3,42%

Zdroj: Autor

Náklady vlastního kapitálu se výrazně zlepšily. Největší vliv na snížení r_e mělo snížení rizikové přírážky za finanční strukturu způsobené výrazným poklesem r_e proti WACC. I další ukazatele se spravily – tzn. zmenšily se rizikové přírážky.

Bezriziková sazba ze státních dluhopisů klesá, také přírážka za velikost podniku působí kladně na snížení r_e . Je způsobena nárůstem úplatných zdrojů (navýšení základního kapitálu, viz tabulka 22) Velký podíl na změnu r_e mělo snížení rizika za finanční stabilitu, což bylo způsobeno zvýšením L3 v důsledku navýšení hodnoty zboží a krátkodobých pohledávek při téměř nezměněné výši krátkodobých závazků. Zůstává stejná jen přírážka za podnikatelské riziko, kterou jsme si určili stejnou pro všechny sledované roky, meziroční změna je tedy 0 %.

Vidíme, že i přes toto výrazné zmenšení nákladů na vlastní kapitál je EVA záporná, neboť snížení ROE bylo ještě asi o 4% větší.

2.4.4 Rok 2009/2010

V roce 2010 se EVA zvětšila z - 2 349 tis. Kč na 3 830 tis. Kč Tato kladná změna je způsobena změnou ROE a r_e .

Tabulka 26 Determinanty ROE v letech 09/10

Rozklad ROE	
Změna ROE	0,08%
Změna CZ/Z	0,26%
Změna EBIT/A	-0,07%
Změna VK/A	-0,60%
Změna UZ/A	-0,07%
Změna ÚM	0,97%

Zdroj: Autor

V tabulce 26 můžeme vidět, že ROE zůstává meziročně relativně nezměněna. Jako negativní vlivy pozorujeme: snížení ROA (tabulka 27), větší využívání vlastního kapitálu a nárůst poměru úplatných zdrojů k aktivům. Poměr vlastního kapitálu k aktivům stoupl, zhoršila se tedy jejich rentabilita. Bylo to způsobeno snížením

velikosti aktiv (pokles oběžných aktiv o zboží) a ještě k tomu zvýšením vlastního kapitálu (nárůst dlouhodobého finančního majetku). Úplatné zdroje meziročně sice klesly, ale aktiva také, a to ještě výrazněji. Celkový poměr úplatných zdrojů se tedy zvýšil. Tyto ukazatele snižující hodnotu ROE jsou ale vykompenzovány snížením daňového břemene (tedy poměr CZ/Z se zvětšil) a příznivější úrokovou mírou.

Snížení ROA ovlivnily 2 ukazatele – zisková marže a obrat aktiv.

Tabulka 27 Determinanty ROA v letech 09/10

Rozklad ROA	
Změna ROA	-0,04%
Zisková marže	-0,49%
Obrat aktiv	0,45%

Zdroj: Autor

I když se obrat aktiv (V/A) v roce 2010 zlepšil, nedokázal vylepšit záporný vliv ziskové marže (EBIT/V). Její záporná změna byla způsobena událostmi popsány v tabulce 28.

Tabulka 28 Determinanty ziskové marže v letech 09/10

Rozklad ziskové marže	
Změna zisková marže	-0,22%
Změna PH/V	-0,61%
ON/V	-0,70%
Odpisy/V	0,16%
(Ostatní V - N)/V	0,92%

Zdroj: Autor

Hlavními příčinami je změna přidané hodnoty a osobních nákladů. Přidaná hodnota v roce 2010 klesla, i když ale výnosy vzrostly, tento poměr se tedy celkově zhoršil. Bylo to způsobeno zmenšením obchodní marže, kdy se náklady na prodané výrobky sice snížily, ale tržby za prodané výrobky také a ještě výrazněji, a snížením rozdílu mezi „výkony“ a „výkonovou spotřebou“. Výkony meziročně stouply o 14 %, ale výkonová spotřeba o 18 %. Osobní náklady meziročně stouply rychleji, než výnosy, proto tedy také záporný vliv. Zlepšil se poměr odpisy/V (tedy snížení odpisů a zvýšení výnosů) a zvýšil ukazatel (ostatní V-N)/V. To bylo způsobeno nejvíce poklesem změny stavu zásob do záporných čísel, které nám zvyšují výnosy, a také se snížila zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku, odečítáme tedy od výnosů menší částku. Avšak tyto kladné vlivy neměly dostatečnou velikost na vyrovnání záporného vlivu předchozích ukazatelů.

Druhým vlivem na zlepšení EVA je snížení r_e .

Tabulka 29 Determinanty r_e v letech 09/10

Vlivy působící na r_e	
Změna r_e	-0,95%
Bezriziková sazba r_f	0,14%
r_{LA}	0,06%
r_{POD}	0,00%
$r_{FINSTAB}$	-0,84%
$r_{FINSTRU}$	-0,31%

Zdroj: Autor

Pozitivní změna byla způsobena hlavně snížením rizikové přírážky za finanční stabilitu. To bylo způsobeno dalším zvýšením likvidity podniku (obrázek 5). Dále se zmenšila přírážka za finanční strukturu ($r_e - WACC$) jako důsledek většího poklesu r_e , než WACC. Podnikatelské riziko zůstalo nezměněno, stoupla bezriziková sazba a riziková přírážka za velikost podniku, neboť se zmenšila velikost úplatných zdrojů. To ale pozitivně působilo na zadlužení, neboť klesly jen cizí zdroje (krátkodobé bankovní úvěry) a vlastní kapitál vzrostl výsledkem hospodaření minulých let.

2.5 Porovnání s odvětvím

Pro porovnání s odvětvím využijí Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA, který je k nalezení na stránkách www.mpo.cz⁸. Analýza je provedena pro rok 2010.

Jako vstupní data potřebujeme

- Tržby za prodej zboží
- Náklady na prodané zboží
- Výkony
- Výkonová spotřeba
- Osobní náklady
- Mzdy
- Nákladové úroky
- VH před zdaněním (EAT + Daň z příjmů za běžnou činnost)
- VH za účetní období
- Aktiva
- Zásoby
- Pohledávky (pohledávky krátkodobé + pohledávky dlouhodobé)
- Krátkodobý finanční majetek
- Vlastní kapitál
- Dluhopisy a směnky dlouhodobé (v našem případě vždy 0)
- Krátkodobé závazky
- Dlouhodobé bankovní úvěry
- Krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci

Po vyplnění těchto údajů zvolíme odvětví – v našem případě to je „Zemědělství, rybářství a lesnictví“.

Velikost rizikové přírážky v alternativním nákladu na vlastní kapitál (re) necháme vygenerovat automaticky. Při automatickém výpočtu se provede podle algoritmu použitého ve finanční analýze odhad alternativního nákladu na vlastní kapitál (re). Riziková přírážka se pohybuje v rozmezí „minimální hodnota pro dané odvětví v % až 35%“. V posledním kroku zvolíme porovnání jednotlivých ukazatelů.

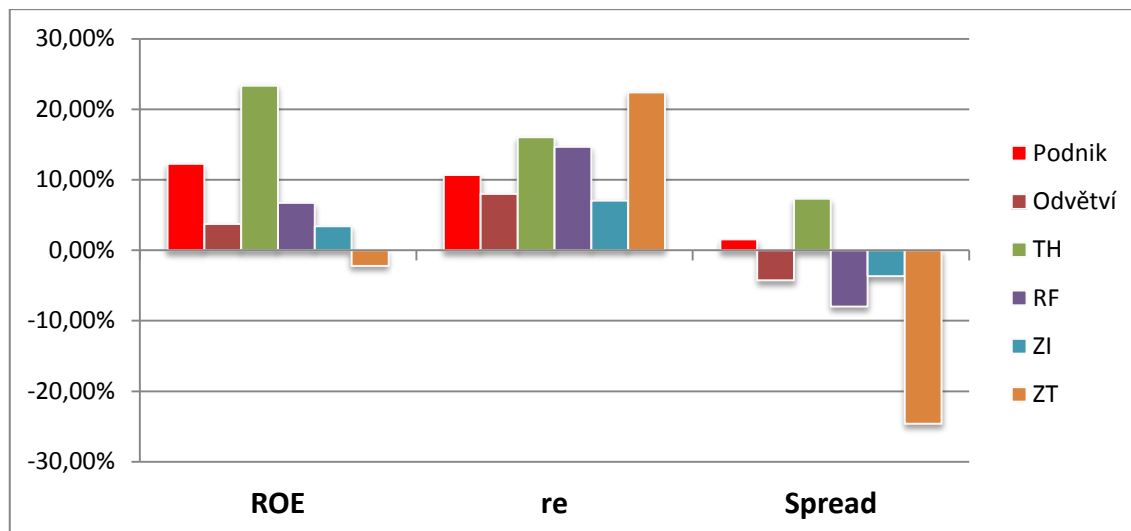
Nyní náš podnik budeme porovnávat s těmito hodnotami

- Průměr odvětví
- Nejlepší podniky v odvětví (TH)
- Velmi dobré podniky v odvětví (RF)
- Ziskové podniky v odvětví (ZI)
- Ztrátové podniky v odvětví (ZT)

⁸ <http://www.mpo.cz/cz/infa.html>

V prvním grafu (obrázek 7) můžeme sledovat porovnání ROE, r_e a jejich rozdíl, tzv. Spread.

Obrázek 7 Benchmarking ukazatelů ROE, r_e a Spread



Zdroj: Autor (data použita z www.mpo.cz)

Cílem podniku je, aby bylo ROE co největší. LUKROM, spol. s r.o. má velice dobré výsledky, proti průměru v odvětví i velmi dobrým podnikům má rentabilitu kapitálu několikanásobně větší. Znamená to, že více zhodnocuje své vlastní zdroje vložené do podniku. Nedosahuje sice úrovně nejlepšího podniku, který je vyznačen zelenou barvou, ale i tak je tento výsledek nadprůměrný.

Co se týká r_e , je nejlepší mít tuto hodnotu co nejnižší. V tomto ukazateli je náš podnik v roce 2010 průměrný. Odvětví a velmi dobré podniky mají tuto hodnotu sice nižší, ale můžeme vidět, že je společnost LUKROM, spol. s r.o. lepší, než nejlepší podnik v odvětví, což je samozřejmě pozitivní. Může to být například proto, že i tento podnik používá agresivní strategii financování (stejně jako LUKROM), má malou likviditu a tím pádem velkou rizikovou přírážku za finanční stabilitu zvyšující náklady na vlastní kapitál.

Nejdůležitější je však celkový rozdíl těchto dvou ukazatelů, tzv. spread. Důležité je, že je tento rozdíl pro rok 2010 kladný. Dále můžeme vidět, že v tomto roce se zemědělství moc nedařilo a spread je pro celé odvětví záporný. Společnost LUKROM (stejně jako nejlepší podniky v odvětví) však zůstala v kladných hodnotách.

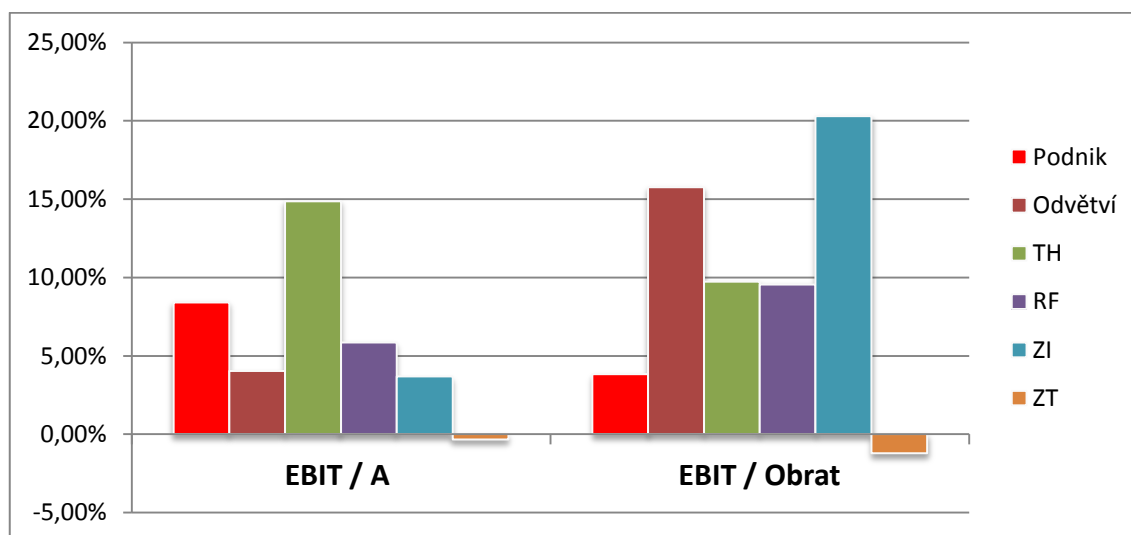
Nyní se zaměříme na porovnávání skupiny ukazatelů **tvorby EBIT** (tabulka 27).

- EBIT / A (produkční síla, ROA)
 - EBIT / Obrat (zisková marže)
 - Obrat / A (obrat aktiv)

Produkční síla společnosti LUKROM je opět nadprůměrná. Znamená to, že zhodnocují veškerá aktiva lépe, než je průměr v odvětví a dokonce i lépe, než jsou velmi dobré podniky. Nejlepší podnik v odvětví je ovšem lepší. Ztrátové podniky mají tento ukazatel dokonce záporný, neboť mají záporný výsledek hospodaření.

Marže, která vyjadřuje, kolik jsme vygenerovali zisku z celkového obratu je ovšem vysoce podprůměrná. Horší marži už mají jen ztrátové podniky. Když se podíváme na pyramidový rozklad 2009/2010 vidíme jako důvod velký pokles přidané hodnoty a nárůst osobních nákladů v poměru k výnosům.

Obrázek 8 Benchmarking produkční síly a ziskové marže

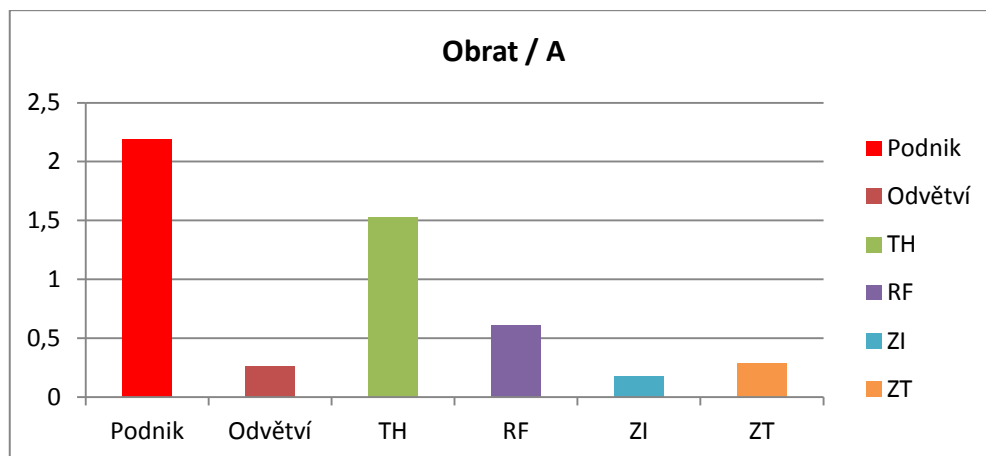


Zdroj: Autor (data použita z www.mpo.cz)

V posledním ukazateli tvorby EBIT vidíme obrat aktiv (obrázek 9). Pro podnik je pozitivní, když je obrat co největší, aby např. neležely zásoby, materiál a zboží zbytečně dlouho na skladě.

V tomto ukazateli je firma LUKROM v roce 2010 bezkonkurenčně nejlepší. Je dokonce úspěšnější, než nejlepší podniky v odvětví. Její obrat je více, než 2, znamená to tedy, že se všechna aktiva během jednoho roku dvakrát „obráť“.

Obrázek 9 Benchmarking obratu aktiv



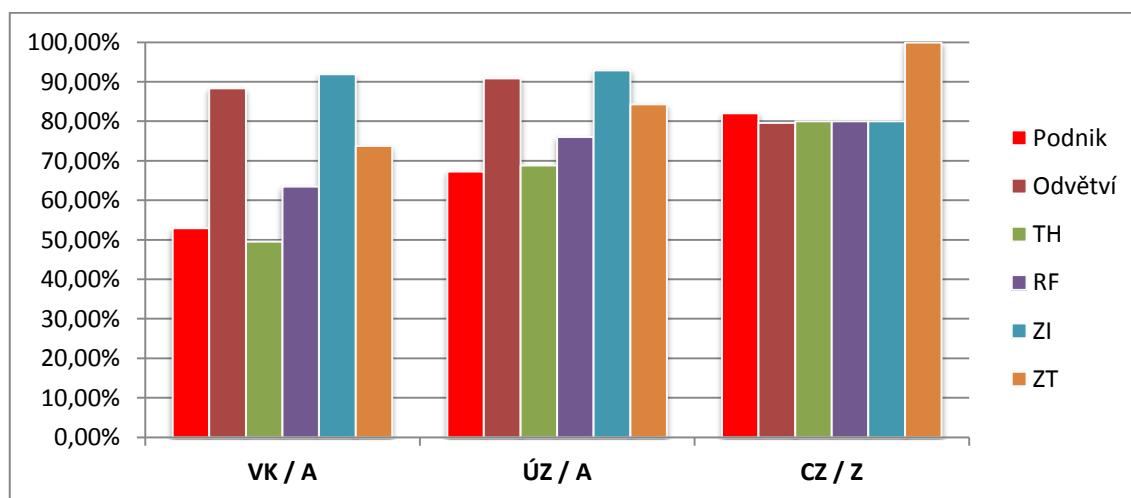
Zdroj: vlastní (data použita z www.mpo.cz)

V následujícím grafu se podíváme na **dělení EBIT** (tabulka 26).

- VK/A
- ÚZ/A
- CZ/Z

Společnost LUKROM má vyvážené financování cizím a vlastním kapitálem – vidíme podíl přibližně 50% VK na celkových aktivech. Tato struktura je ideální a má ji tak stejně i nejlepší podnik. Ostatní vidíme, že jsou vysoko nad touto hranicí. Což je na jednu stranu pozitivní, neboť nejsou příliš zadlužení, ale na druhou stranu VK je rizikovější a např. ziskové podniky ho využívají až z 90 %. Zároveň tím nevyužívají daňového štítu, díky kterému by náklady na úroky z cizího kapitálu snižovaly základ zisku pro výpočet daně.

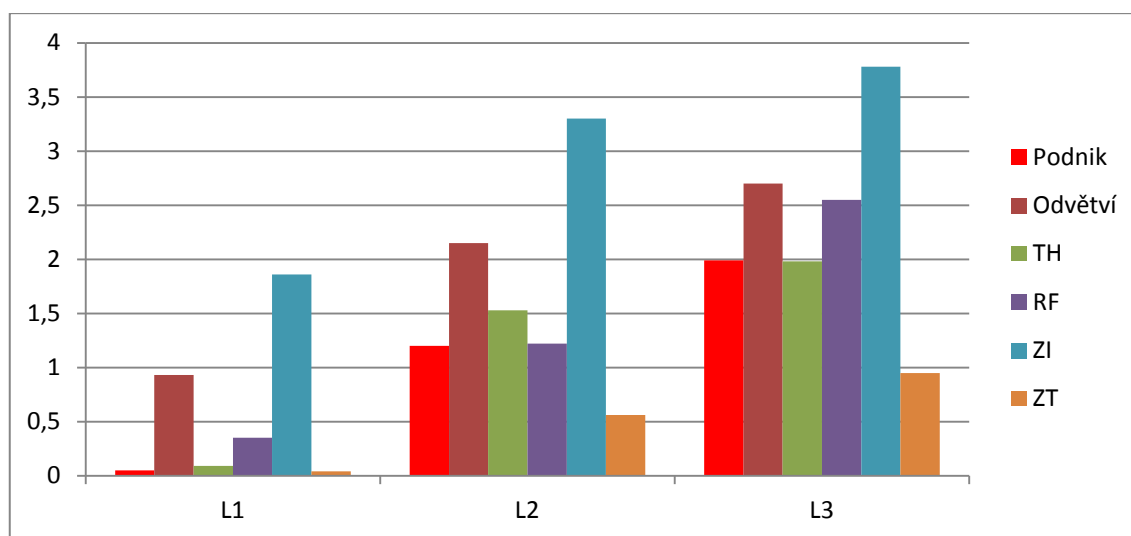
Obrázek 10 Benchmarking ukazatelů dělení EBIT



Zdroj: Autor (data použita z www.mpo.cz)

V grafu na obrázku 11 se zaměříme na porovnání L1, L2 a L3. Už na první pohled můžeme vidět to, co se zatím potvrdilo ve všech předchozích výpočtech – společnost LUKROM, spol. s r.o. používá agresivní způsob financování, má velmi malou likviditu. Nemůžeme říci, zda je to dobře, nebo špatně. Ani příliš vysoká likvidita není pro podnik ideální, neboť zbytečně nevyužívá volné finanční prostředky.

Obrázek 11 Benchmarking likvidity podniku



Zdroj: Autor (data použita z www.mpo.cz)

Začneme L1, která zahrnuje pouze krátkodobý finanční majetek. Vidíme zde hodnoty velice nízko pod průměrem za celé odvětví. Můžeme však vidět, že nejlepší podnik zvýrazněný zeleně se udržuje na podobně hranici. Toto financování je riskantní, ale vidíme, že se podniku vyplácí. Jedinou nevýhodou je velká riziková přírážka za finanční stabilitu, která nám zvyšuje náklady na vlastní kapitál.

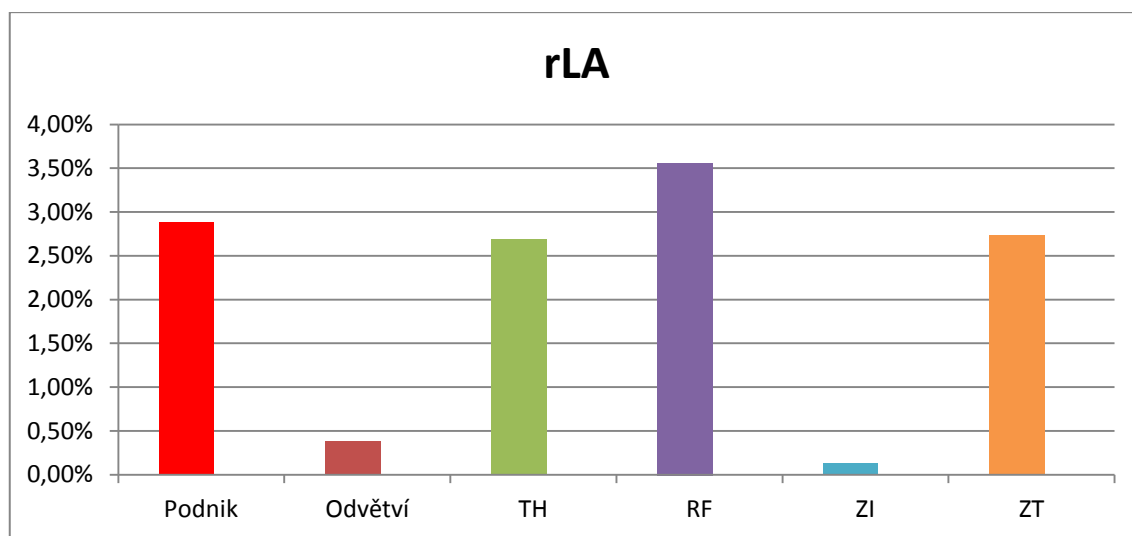
L2 zahrnuje finanční prostředky společně s pohledávkami. Tady už se přibližujeme společně s nejlepším podnikem na hranici velmi dobrých podniků, je to hlavně díky tomu, že má firma velký počet krátkodobých pohledávek.

U L3 můžeme opět vidět hodnoty na stejné úrovni, jako mají nejlepší podniky v odvětví, opět ale pod hranicí průměru za odvětví. Firma toto riziko financování ochotně podstupuje a investuje volné finanční prostředky.

Porovnání bezrizikové sazby r_f

- U všech podniků je samozřejmě stejná, neboť používáme výnosy desetiletých státních dluhopisů.

Obrázek 12 Benchmarking rizikové přírážky za velikost podniku



Zdroj: Autor (data použita z www.mpo.cz)

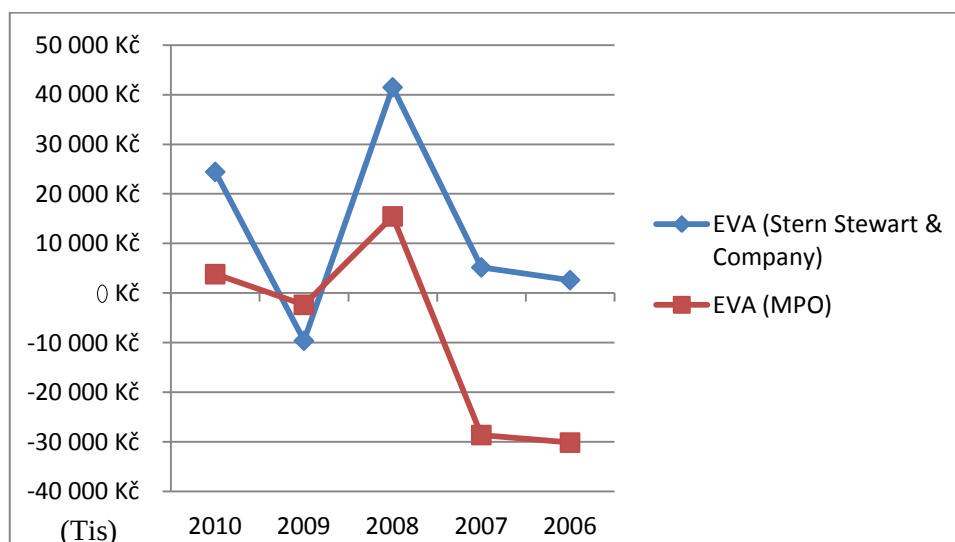
V posledním srovnání se zaměříme na porovnání rizikové přírážky za velikost podniku.

Náš podnik měl ve všech letech úplatné zdroje v rozmezí 100 mil a 3 mld. Vidíme, že je menší, než průměr v odvětví, i než jsou ziskové podniky. Ovšem zase máme srovnání s nejlepšími podniky a podniky velice dobrými, se kterými mají podle grafu velikost ÚZ podobnou.

2.6 Srovnání EVA podle metody MPO a Stern Stewart & Company

Zjistili jsme, že hodnoty EVA se pro jednotlivé metody liší, ale mají stejný vývoj (obrázek 13). Rozdílné hodnoty jsou způsobeny hned několika okolnostmi. Metoda podle MPO nevyužívá úpravu zisku o neoperativní výnosy a náklady. Rentabilita vlastního kapitálu v základním vzorci je tedy počítána se ziskem před úroky a zdaněním (EBIT), zatímco v metodě podle Stern Stewart & Company používáme čistý operativní zisk po zdanění, který jsme o tyto položky museli upravit. Dalším důvodem rozdílných velikostí EVA je jiná metoda výpočtu WACC, hlavně nákladů na vlastní kapitál r_e . V metodě podle MPO zahrnujeme více rizikových přírážek, zohledňujeme více faktů, které zvětšují rizikovost naší investice.

Obrázek 13 Vývoj EVA



Zdroj: autor

3 Závěr

Cílem této práce bylo spočítat ekonomickou přidanou hodnotu společnosti LUKROM, spol. s r.o., identifikovat klíčové faktory ovlivňující tuto hodnotu a porovnat firmu s odvětvím.

Jednou z největších výhod společnosti LUKROM, spol. s r.o. je její velký obrat. Ten se ročně pohybuje v miliardách korun. Ideální však není podíl zisku na velikosti výnosů, tato firma má nízkou ziskovou marži. Ideálně by se měla pohybovat kolem 10%, společnost LUKROM ji má však jen mezi 2 – 5 %. Doporučení, jak zvýšit tuto hodnotu, je zvýšit přidanou hodnotu, snížit osobní náklady, odpisy a ostatní provozní náklady. Výbornou hodnotu má však firma obratu aktiv, která v celém sledovaném období není méně, jak 2. Díky tomuto vychází nakonec příznivě i rentabilita aktiv.

Další silnou stránkou společnosti je neustále se snižující míra zadluženosti. Společnost ideálně využívá poměr financování vlastním a cizím kapitálem 50 : 50. Se zvyšujícím se podílem vlastního kapitálu by mohlo být riziko snižování rentability vlastního kapitálu, avšak zisk roste mnohem rychleji, hodnota ROE tedy neustále také roste, což je způsobeno finanční pákou.

Nevýhodou byla malá L1, L2 a L2. V posledním roce sledovaného období se však hodnoty dostaly do doporučovaných mezí, důležité je tedy neustále hlídat, aby se likvidita nedostala pod minimální hranici, neboť by to mohlo způsobit problémy s cash flow.

Abychom zvýšili velikost EVA při výpočtu podle metody Stern Stewart & Company musíme zvýšit čistý operativní zisk po zdanění, snížit vážené náklady na kapitál, nebo velikost operativních aktiv. Zvýšení operativního zisku můžeme docílit nižšími náklady z operativní činnosti, nebo zvýšit výnosy, v tomto případě se jedná o tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb. Například v roce 2008 se promítly všechny 3 negativní vlivy, zlepšení velikosti NOPAT bychom mohli podpořit například snížením velikosti operativních aktiv, a to použitím zásob a následným prodejem výrobků. Víceméně ale dle této metody firma ekonomickou přidanou hodnotu vytváří ve velké míře.

Pro navýšení hodnoty EVA při výpočtu pomocí metody MPO je nejdůležitější kladný spread. Ten však byl ve třech letech sledovaného období záporný. Tuto situaci můžeme řešit buď zvýšením ROE, nebo snížením r_e . Pro zvýšení ROE je nejdůležitější zvýšit ROA, a to pomocí zlepšení ziskové marže a obratu aktiv. Jak již bylo dříve řečeno, obrat aktiv je naprosto v pořádku. Doporučuji se tedy zaměřit na zvýšení ziskové marže, a to ve všech jejích dílčích ukazatelích ve stejné míře, neboť všechny

měly během sledovaného období dvakrát pozitivní a dvakrát negativní vliv. Další možností je snížit podíl vlastního kapitálu na aktivech, což bychom ale zvýšili míru zadlužení. Ta je na konci období 2010 ideální, toto opatření bych tedy nedoporučovala. Pro snížení r_e je třeba pokles rizikových přírážek. Bezrizikovou sazbu ovlivnit nemůžeme. Co však můžeme udělat, a také pozorujeme snahu firmy o tento vývoj, je zvýšení L3, což by nám snížilo rizikovou přírážku za finanční stabilitu. Pro snížení rizika za velikost podniku je třeba zvýšit velikost úplatných zdrojů. Toto by mělo probíhat maximálně tak rychle, jako by bylo zvyšování zisku, abychom nekazili rentabilitu kapitálu. Při dosažení hranice 3 mld. by byla tato přírážka rovna nule. Rizikové přírážka za podnikatelské riziko je optimální.

V porovnání s ostatními podniky můžeme sledovat, že je tato firma jednou z nejlepších v oboru. I tak ale jsou vidět některé ukazatele, ve kterých má ještě firma prostor pro zlepšení. Můžeme pozorovat již zmiňovanou nízkou ziskovou marži. Průměr v odvětví je okolo 15 %, nejlepší podniky mají kolem 10 % a společnost LUKROM, spol. s r.o. pod 5 %, horší už jsou jen ztrátové podniky v záporných číslech. Velkou výhodu však mají v obratu aktiv, který mají bezkonkurenčně nejvyšší. V ostatních ukazatelích je společnost LUKROM, spol. s r.o. na stejné úrovni, jako je označen nejlepší podnik v odvětví.

Firma LUKROM, spol. s r.o. je velice úspěšným podnikem, který generuje i ekonomickou přidanou hodnotu a kromě poklesu v roce 2009 ji neustále zvyšuje. Můžeme ji bezesporu řadit k jedné z nejlepších ve svém odvětví v České republice.

4 Zdroje

Literatura

- **Kislingerová, Eva. 2004.** *Manažerské finance*. Praha : C. H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.
- —. **1999.** *Oceňování podniku*. Praha : C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6.
- **Marinič, Pavel a Nývtová, Romana. 2010.** *Finanční řízení podniku*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2010. ISBN 978-80-247-3158-2.
- **Maříková, Pavla a Mařík, Miloš. 2001.** *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha : EKOPRESS, 2001. ISBN 80-86119-36-X.
- **Maříková, Pavla a Miloš, Mařík. 2007.** *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha : Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
- **Pavelková, Drahomíra a Knápková, Adriana. 2005.** *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : LINDE nakladatelství s.r.o., 2005. ISBN 80-86131-63-7.
- **Sedláček, Jaroslav. 2011.** *Finanční analýza podniku*. Brno : Computer Press, a.s., 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.
- **Synek, Miloslav. 2002.** *Podniková ekonomika*. Praha : C. H. Beck, 2002. ISBN 80-7179-736-7.

Online zdroje

- **Businesscenter.** Provozní páka. *Business center*. [Online] [Citace: 25. Březen 2012.] <http://business.center.cz/business/pojmy/p1277-provozni-paka.aspx>.
- **Damodaran. 2012.** The Data page. *Damodarn*. [Online] Leden 2012. [Citace: 26. Březen 2012.] <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- **Eurostat. 2012.** Long term government bond yields. *Eurostat*. [Online] 2. duben 2012. [Citace: 19. duben 2012.] <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teimf050&plugin=0>.
- **ChartsBin. 2012.** Standard & Poor's Credit Rating for each country. *ChartsBin.com*. [Online] Březen 2012. [Citace: 30. Březen 2012.] <http://chartsbin.com/view/1177>.
- **Kuneš, Pavel.** Náklady cizího kapitálu. *Upswing*. [Online] [Citace: 25. Březen 2012.] http://www.upswing.cz/abeceda/zaklady_financi/diskontni_mira_naklady_ciziho_kapitalu.html.
- **MPO. 2011.** Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010. *Ministerstvo průmyslu a obchodu*. [Online] červen 2011. [Citace: 6. květen 2011.] <http://www.mpo.cz/dokument89407.html>.
- **Stern Stewart & Company. Harvard Business Review. 1995, November - December.** 1995, November - December.

- **studentske.eu.** Bankovníctví a finance - studium. *studentske.eu.* [Online] [Citace: 25. Březen 2012.] <http://bankovnictvi-finance.studentske.eu/2008/04/33-druhy-rokovch-sazeb-nkter-formy-vr.html>.
- **ÚčetníKavárna. 2012.** Vývoj sazby daně z příjmů právnických osob. *Účetní kavárna.* [Online] 2012. [Citace: 19. duben 2012.] <http://www.ucetnikavarna.cz/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnickych-osob/>.
- **Zikmund, Martin. 2010.** Není zisk jako zisk. *Business vize.* [Online] 17. srpen 2010. [Citace: 19. duben 2012.] <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/neni-zisk-jako-zisk>.
- —. **2010.** Ukazatelé likvidity. *Business vize.* [Online] 3. Leden 2010. [Citace: 24. Březen 2012.] <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/ukazatele-likvidity>.

5 Seznam obrázků a tabulek

Obrázek 1 Rozklad EVA.....	5
Obrázek 2 Obrat	19
Obrázek 3 Vývoj VH a VK.....	20
Obrázek 4 Míra celkové zadluženosti	21
Obrázek 5 L2 a L3.....	21
Obrázek 6 Pyramidový rozklad EVA.....	27
Obrázek 7 Benchmarking ukazatelů ROE, r_e a Spread	38
Obrázek 8 Benchmarking produkční síly a ziskové marže	39
Obrázek 9 Benchmarking obrátu aktiv.....	40
Obrázek 10 Benchmarking ukazatelů dělení EBIT	40
Obrázek 11 Benchmarking likvidity podniku	41
Obrázek 12 Benchmarking rizikové přírážky za velikost podniku	42
Obrázek 13 Vývoj EVA	43
Tabulka 1 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti.....	2
Tabulka 2 Výpočet NOA.....	9
Tabulka 3 Výpočet NOA.....	22
Tabulka 4 Výpočet NOPAT	22
Tabulka 5 Výpočet WACC	23
Tabulka 6 Výpočet EVA	23
Tabulka 7 Výpočet ROE	24
Tabulka 8 Bezriziková úroková míra (r_f) a rizikové přírážky	24
Tabulka 9 Výpočet WACC	25
Tabulka 10 Výpočet r_e	25
Tabulka 11 Výpočet Spread	25
Tabulka 12 VK.....	26
Tabulka 13 Výpočet EVA	26
Tabulka 14 Determinanty ROE v letech 06/07	28
Tabulka 15 Determinanty ROA v letech 06/07.....	28
Tabulka 16 Determinanty ziskové marže v letech 06/07	29
Tabulka 17 Determinanty r_e v letech 06/07.....	29
Tabulka 18 Determinanty ROE v letech 07/08	30
Tabulka 19 Determinanty ROA v letech 7/08.....	31
Tabulka 20 Determinanty ziskové marže v letech 07/08	31
Tabulka 21 Determinanty r_e v letech 07/08.....	32
Tabulka 22 Determinanty ROE v letech 08/09	32
Tabulka 23 Determinanty ROA v letech 08/09.....	33
Tabulka 24 Determinanty ziskové marže v letech 08/09	33
Tabulka 25 Determinanty r_e v letech 08/09.....	34

Tabulka 26 Determinanty ROE v letech 09/10	34
Tabulka 27 Determinanty ROA v letech 09/10.....	35
Tabulka 28 Determinanty ziskové marže v letech 09/10	35
Tabulka 29 Determinanty r_e v letech 09/10.....	36

6 Přílohy

Konec období	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006
Aktiva celkem - tis. Kč	1 187 923,00	1 227 263,00	1 013 950,00	884 648,00	787 524,00
<i>Dlouhodobý majetek - tis. Kč</i>	<i>373 324,00</i>	<i>362 392,00</i>	<i>306 913,00</i>	<i>213 688,00</i>	<i>178 873,00</i>
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek - tis. Kč</i>	<i>1 431,00</i>	<i>0,00</i>	<i>48,00</i>	<i>17,00</i>	<i>58,00</i>
Software - tis. Kč	1 431,00	0,00	48,00	17,00	58,00
Ocenitelná práva - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dlouhodobý hmotný majetek - tis. Kč</i>	<i>219 107,00</i>	<i>239 975,00</i>	<i>219 638,00</i>	<i>105 558,00</i>	<i>110 985,00</i>
Pozemky - tis. Kč	25 901,00	25 571,00	26 248,00	6 279,00	4 994,00
Stavby - tis. Kč	118 328,00	128 175,00	109 579,00	43 942,00	50 837,00
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí - tis. Kč	67 896,00	76 692,00	67 185,00	47 532,00	47 248,00
Pěstitelské celky trvalých porostů - tis. Kč	0,00	5 162,00	6 038,00	6 914,00	7 791,00
Základní stádo a tažná zvířata - tis. Kč	3 493,00	3 952,00	5 331,00	0,00	0,00
Jiný dlouhodobý hmotný majetek - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek - tis. Kč	3 489,00	423,00	5 257,00	891,00	115,00
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dlouhodobý finanční majetek - tis. Kč</i>	<i>152 786,00</i>	<i>122 417,00</i>	<i>87 227,00</i>	<i>108 113,00</i>	<i>67 830,00</i>
Podíly v ovládaných a říz. osobách - tis. Kč	145 358,00	117 103,00	80 531,00	77 865,00	61 216,00
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem - tis. Kč	2 114,00	0,00	0,00	18 000,00	0,00
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly - tis. Kč	5 314,00	5 314,00	1 614,00	1 614,00	6 614,00
Půjčky a úvěry ovlád. a řízeným osob. - tis. Kč	0,00	0,00	5 082,00	6 735,00	0,00
Poskytnuté zálohy na d. fin. majetek - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	3 899,00	0,00

Oběžná aktiva - tis. Kč	806 546,00	859 472,00	694 424,00	666 740,00	603 673,00
Zásoby - tis. Kč	319 093,00	403 764,00	322 955,00	386 198,00	305 622,00
Materiál - tis. Kč	22 114,00	14 631,00	18 940,00	17 456,00	33 401,00
Nedokončená výroba a polotovary - tis. Kč	4 636,00	12 190,00	0,00	0,00	0,00
Výrobky - tis. Kč	1 429,00	0,00	499,00	10 389,00	7 694,00
Zvířata - tis. Kč	22 605,00	28 070,00	28 653,00	15 523,00	13 069,00
Zboží - tis. Kč	268 309,00	348 873,00	274 863,00	339 459,00	251 458,00
Poskytnuté zálohy na zásoby - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	3 371,00	0,00
Dlouhodobé pohledávky - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	2 800,00
Jiné pohledávky - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	2 800,00
Krátkodobé pohledávky - tis. Kč	468 061,00	433 630,00	366 444,00	251 637,00	267 598,00
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.) - tis. Kč	447 456,00	407 779,00	349 232,00	243 777,00	257 298,00
Stát - daňové pohledávky - tis. Kč	6 424,00	4 478,00	0,00	4 143,00	5 437,00
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami (krátk.) - tis. Kč	0,00	0,00	13 712,00	252,00	2 566,00
Ostatní poskytnuté zálohy - tis. Kč	3 338,00	4 022,00	3 291,00	2 650,00	2 176,00
Dohadné účty aktivní (krátk.) - tis. Kč	2 730,00	333,00	209,00	653,00	121,00
Jiné pohledávky - tis. Kč	8 113,00	17 018,00	0,00	162,00	0,00
Krátkodobý finanční majetek - tis. Kč	19 392,00	22 078,00	5 025,00	28 905,00	27 653,00
Peníze - tis. Kč	1 368,00	3 381,00	1 049,00	811,00	797,00
Účty v bankách - tis. Kč	18 024,00	18 697,00	3 976,00	28 094,00	26 856,00
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Časové rozlišení - tis. Kč	8 053,00	5 399,00	12 613,00	4 220,00	4 978,00
Náklady příštích období - tis. Kč	1 213,00	2 177,00	1 751,00	2 043,00	2 660,00
Komplexní náklady příštích období - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Příjmy příštích období - tis. Kč	6 840,00	3 222,00	10 862,00	2 177,00	2 318,00
Kursově rozdíly aktivní - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Pasiva celkem - tis. Kč	1 187 923,00	1 227 263,00	1 013 950,00	884 648,00	787 524,00
Vlastní kapitál - tis. Kč	629 139,00	551 984,00	372 815,00	215 840,00	185 927,00
Základní kapitál - tis. Kč	326 200,00	326 200,00	110 000,00	110 000,00	110 000,00
Základní kapitál - tis. Kč	326 200,00	326 200,00	110 000,00	110 000,00	110 000,00
Kapitálové fondy - tis. Kč	129 077,00	129 077,00	65 633,00	0,00	0,00
Ostatní kapitálové fondy - tis. Kč	129 077,00	129 077,00	65 633,00	0,00	0,00
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku - tis. Kč	19 700,00	16 000,00	11 000,00	11 000,00	11 000,00
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond - tis. Kč	19 700,00	16 000,00	11 000,00	11 000,00	11 000,00
Statutární a ostatní fondy - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Výsledek hospodaření minulých let - tis. Kč	77 007,00	6 815,00	99 981,00	64 927,00	41 514,00
Nerozdělený zisk minulých let - tis. Kč	77 007,00	6 815,00	99 981,00	64 927,00	41 514,00
Výsledek hospodaření běžného účetního období - tis. Kč	77 155,00	73 892,00	86 201,00	29 913,00	23 413,00
Cizí zdroje - tis. Kč	556 378,00	672 114,00	628 548,00	667 701,00	599 499,00
Rezervy - tis. Kč	136 245,00	179 907,00	166 283,00	201 535,00	156 896,00
Rezervy podle zvláštních právních předpisů - tis. Kč	136 245,00	179 907,00	166 283,00	201 535,00	156 896,00
Dlouhodobé závazky - tis. Kč	5 653,00	5 473,00	2 120,00	6 070,00	5 986,00
Jiné závazky - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Odložený daňový závazek - tis. Kč	5 653,00	5 473,00	2 120,00	6 070,00	5 986,00
Krátkodobé závazky - tis. Kč	243 687,00	217 113,00	226 557,00	206 622,00	183 331,00
Závazky z obchodních vztahů (krátk.) - tis. Kč	187 532,00	179 427,00	192 008,00	178 232,00	135 423,00
Závazky ke společníkům, členům druž. a k účast. sdruž. (krát.) - tis. Kč	16 963,00	63,00	101,00	42,00	44,00
Závazky k zaměstnancům - tis. Kč	10 754,00	12 103,00	8 086,00	8 304,00	9 378,00
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění - tis. Kč	3 733,00	2 932,00	3 105,00	1 819,00	2 474,00

Stát - daňové závazky a dotace - tis. Kč	9 427,00	0,00	10 069,00	0,00	0,00
Odložený daňový závazek - tis. Kč	5 653,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Závazky k ovládaným a řízeným osobám (krátk.) - tis. Kč	2 920,00	764,00	5 359,00	5 903,00	21 467,00
Krátkodobé přijaté zálohy - tis. Kč	7 238,00	18 039,00	4 223,00	10 544,00	13 867,00
Dohadné účty pasivní (krátk.) - tis. Kč	2 767,00	1 492,00	1 256,00	1 458,00	511,00
Jiné závazky - tis. Kč	2 353,00	2 293,00	2 350,00	320,00	167,00
<i>Bankovní úvěry a výpomoci - tis. Kč</i>	<i>170 793,00</i>	<i>269 621,00</i>	<i>233 588,00</i>	<i>253 474,00</i>	<i>253 286,00</i>
Bankovní úvěry dlouhodobé - tis. Kč	8 707,00	16 690,00	18 195,00	34 835,00	66 872,00
Krátkodobé bankovní úvěry - tis. Kč	162 086,00	252 931,00	215 393,00	218 639,00	186 414,00
Krátkodobé finanční výpomoci - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv - tis. Kč</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Časové rozlišení - tis. Kč	2 406,00	3 165,00	12 587,00	1 107,00	2 098,00
Výdaje příštích období - tis. Kč	2 260,00	3 160,00	12 587,00	1 107,00	2 098,00
Výnosy příštích období - tis. Kč	146,00	5,00	0,00	0,00	0,00
Kursově rozdíly pasivní - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dohadné účty pasivní - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tržby za prodej zboží - tis. Kč	1 783 079,00	1 818 394,00	1 602 711,00	1 132 322,00	1 053 587,00
Náklady vynaložené na prodané zboží - tis. Kč	1 646 320,00	1 677 574,00	1 487 454,00	1 052 332,00	988 385,00
Obchodní marže - tis. Kč	136 759,00	140 820,00	115 257,00	79 990,00	65 202,00
Výkony - tis. Kč	823 080,00	719 383,00	767 528,00	665 143,00	587 262,00
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb - tis. Kč	867 616,00	751 530,00	839 335,00	716 041,00	633 916,00
Změna stavu zásob vlastní činnosti - tis. Kč	-47 386,00	-35 463,00	-72 024,00	-51 080,00	-47 182,00
Aktivace - tis. Kč	2 850,00	3 316,00	217,00	182,00	528,00
Výkonová spotřeba - tis. Kč	747 258,00	635 879,00	700 670,00	587 658,00	539 719,00
Spotřeba materiálu a energie - tis. Kč	661 030,00	543 829,00	649 511,00	533 487,00	469 457,00
Služby - tis. Kč	86 228,00	92 050,00	51 159,00	54 171,00	70 262,00
Přidaná hodnota - tis. Kč	212 581,00	224 324,00	182 115,00	157 475,00	112 745,00
Osobní náklady - tis. Kč	132 988,00	111 915,00	85 817,00	67 527,00	68 524,00
Mzdové náklady - tis. Kč	102 958,00	83 063,00	64 990,00	49 533,00	50 249,00
Odměny členům orgánů společnosti a družstva - tis. Kč	0,00	0,00	304,00	0,00	0,00
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění - tis. Kč	28 504,00	27 195,00	19 590,00	17 509,00	17 707,00
Sociální náklady - tis. Kč	1 526,00	1 657,00	933,00	485,00	568,00
Daně a poplatky - tis. Kč	3 708,00	4 070,00	3 386,00	3 102,00	4 707,00
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - tis. Kč	35 772,00	39 410,00	28 986,00	17 256,00	16 089,00
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu - tis. Kč	44 723,00	56 304,00	39 030,00	46 071,00	28 720,00
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku - tis. Kč	18 910,00	38 921,00	18 744,00	14 019,00	12 520,00
Tržby z prodeje materiálu - tis. Kč	25 813,00	17 383,00	20 286,00	32 052,00	16 200,00
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu - tis. Kč	32 660,00	38 718,00	21 471,00	32 834,00	18 594,00
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku - tis. Kč	15 613,00	24 702,00	5 272,00	5 882,00	6 875,00
Prodaný materiál tis.Kč	17 047,00	14 016,00	16 199,00	26 952,00	11 719,00

<i>Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov. ob., kompl. nákladů příšt. obd - tis. Kč</i>	-42 523,00	-10 063,00	-30 926,00	44 220,00	8 414,00
Zúčtování opravných položek do provozních výnosů - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zúčtování opravných položek do provozních nákladů - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ostatní provozní výnosy - tis. Kč	159 210,00	209 794,00	320 156,00	343 215,00	510 253,00
Ostatní provozní náklady - tis. Kč	163 896,00	216 188,00	320 526,00	334 803,00	493 395,00
<i>Provozní výsledek hospodaření - tis. Kč</i>	<i>90 013,00</i>	<i>90 184,00</i>	<i>112 041,00</i>	<i>47 019,00</i>	<i>41 995,00</i>
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů - tis. Kč	0,00	15 040,00	0,00	0,00	250,00
Prodané cenné papíry a podíly - tis. Kč	0,00	2 360,00	0,00	0,00	57,00
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů - tis. Kč	0,00	0,00	0,00	0,00	3 000,00
Výnosové úroky - tis. Kč	427,00	1 315,00	1 104,00	553,00	359,00
Nákladové úroky - tis. Kč	5 733,00	11 435,00	11 126,00	9 389,00	8 003,00
Ostatní finanční výnosy - tis. Kč	15 271,00	14 246,00	3 751,00	1 439,00	528,00
Ostatní finanční náklady - tis. Kč	5 911,00	13 621,00	4 019,00	1 304,00	1 422,00
<i>Finanční výsledek hospodaření - tis. Kč</i>	<i>4 054,00</i>	<i>3 185,00</i>	<i>-10 290,00</i>	<i>-8 701,00</i>	<i>-11 345,00</i>
<i>Daň z příjmů za běžnou činnost - tis. Kč</i>	<i>16 912,00</i>	<i>18 276,00</i>	<i>16 184,00</i>	<i>8 405,00</i>	<i>7 237,00</i>
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná - tis. Kč	16 732,00	15 318,00	20 198,00	8 320,00	6 300,00
Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená - tis. Kč	180,00	2 958,00	-4 014,00	85,00	937,00
Výsledek hospodaření za běžnou činnost - tis. Kč	77 155,00	75 093,00	85 567,00	29 913,00	23 413,00
Mimořádné výnosy - tis. Kč	0,00	0,00	634,00	0,00	0,00
Mimořádné náklady - tis. Kč	0,00	1 201,00	0,00	0,00	0,00
<i>Mimořádný výsledek hospodaření - tis. Kč</i>	<i>0,00</i>	<i>-1 201,00</i>	<i>634,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Výsledek hospodaření za účetní období EAT</i>	<i>77 155,00</i>	<i>73 892,00</i>	<i>86 201,00</i>	<i>29 913,00</i>	<i>23 413,00</i>