

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Účetnictví a finanční řízení podniku



Finanční analýza
společnosti Choceňská mlékárna s.r.o.
s důrazem na využití ukazatele EVA

Autor diplomové práce: Bc. Ondřej Vokáč

Vedoucí diplomové práce: Ing. Anna Staňková, CSc.

Rok obhajoby: 2014

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že diplomovou práci jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v příloženém seznamu.

V Praze dne:

Podpis:

Poděkování:

Rád bych tímto poděkoval Ing. Anně Staňkové, CSc. za její laskavé vedení této diplomové práce a cenné připomínky. Děkuji Bc. Janu Dolníčkovi, že si během své pracovní doby našel čas a na dálku mi sdělil některé údaje, které bych jinak nezískal. Dále děkuji své partnerce za její trpělivost a podporu. V neposlední řadě bych chtěl poděkovat svým rodičům, že mi poskytovali zázemí během celého studia.

Abstrakt

Cílem práce je vyhodnocení finanční výkonnosti a zdraví společnosti Choceňská mlékárna s.r.o. v letech 2007 až 2013. Před aplikační částí je poskytnuto seznámení s procesem finanční analýzy, jejími uživateli, informačními zdroji a omezeními, jakož i popis základních metod. Následuje stručná charakteristika analyzované společnosti. Po té je proveden vlastní rozbor účetních výkazů horizontální a vertikální analýzou, následovaný analýzou poměrovými ukazateli. Významné místo v práci zaujímá kalkulace ekonomické přidané hodnoty, jejíž výše je považována za klíčový a souhrnný výstup finanční analýzy.

Klíčová slova: čistá operační aktiva, čistý operační zisk, ekonomická přidaná hodnota, finanční analýza, horizontální analýza, náklady kapitálu, poměrový ukazatel, rentabilita, vertikální analýza

Obsah

Úvod	7
1 Teoretická část	9
1.1 Finanční analýza.....	9
1.2 Uživatelé finanční analýzy.....	9
1.3 Informační zdroje finanční analýzy.....	10
1.4 Omezení finanční analýzy	11
1.5 Metody finanční analýzy	12
1.5.1 Absolutní metody.....	12
1.5.2 Relativní metody.....	13
1.5.3 Rozdílové metody	31
1.5.4 Analýza soustav ukazatelů.....	32
1.5.5 Ekonomická přidaná hodnota – souhrnný ukazatel hospodaření.....	33
2 Charakteristika Společnosti	38
2.1 Základní údaje.....	38
2.2 Účetní výkazy.....	38
2.3 Historie	38
2.4 Začlenění v koncernu.....	39
2.5 Produktové portfolio.....	40
2.6 Budoucí směr vývoje	41
3 Finanční analýza Společnosti.....	42
3.1 Analýza účetních výkazů	42
3.1.1 Vertikální analýza rozvahy	42
3.1.2 Horizontální analýza rozvahy	45
3.1.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.....	49
3.1.4 Přehled o peněžních tocích	52
3.2 Analýza poměrovými ukazateli.....	54

4	Ekonomická přidaná hodnota Společnosti.....	72
4.1	Kalkulace čistých operačních aktiv	72
4.2	Kalkulace čistého operačního zisku po dani.....	78
4.3	Kalkulace nákladů kapitálu.....	80
	Závěr.....	83
	Seznam použitých zdrojů	85
	Seznam použitých zkratk, tabulek, obrázků a grafů.....	87
	Přílohy.....	90

Úvod

Finanční analýza představuje nástroj zkoumání a hodnocení relevantních informací o daném předmětu analýzy, např. společnosti. Zpracování finanční analýzy se zakládá především na využití a postavení do souvislostí různě utříděných dat obsažených v účetních výkazech dané společnosti. Jelikož jsou však tyto zveřejňovány často se značným časovým odstupem, a to leckdy záměrně, jakož i skutečnost, že neobchodované společnosti je sestavují jednou ročně, staví to finanční analýzu spíše do pozice vyhodnocování minulé finanční situace. Přesto odhalení trendů a tendencí v minulosti značně napoví o budoucnosti, pokud je provedena a výsledky interpretovány kvalifikovanou osobou. O to bude usilováno v průběhu celé práce, která se zabývá teoretickými základy finančního rozboru, nezbytnými pro jeho následnou praktickou aplikaci na společnosti Choceňská mlékárna s.r.o.

Téma diplomové práce bylo zvoleno s ohledem na autorův zájem o danou oblast spočívající ve sběru dostupných informací, jejich zpracování základními matematickými metodami a interpretaci dosažených výsledků. V závěrech finanční analýzy je tak vždy obsažen prvek subjektivismu, který ji činí v určité míře jedinečnou. Společnost analyzovaná v praktické části práce byla vybrána na základě kladné reakce ze strany jejího vedení ohledně poskytnutí rozšiřujících informací nad rámec výroční zprávy, konkrétně pana Bc. Jana Dolníčka pracujícího v Choceňské mlékárně jako manažer pro ekonomiku a finance.

Již z názvu práce vyplývá její zřejmý cíl – vyhodnocení a formulace závěrů o vývoji finančního zdraví společnosti Choceňská mlékárna s.r.o. K tomuto cíli se dospěje vedle nejrozšířenější a velice populární metody poměrových ukazatelů přispěním kvantifikace tzv. ekonomické přidané hodnoty, jejíž obsah, možnosti využití a postup výpočtu budou také předmětem práce. Nahradí s oblibou užívané bankrotní a bonitní modely, které vychází ze skupiny tradičně konstruovaných poměrových ukazatelů, čímž se jejich nedostatky nejenže neeliminují, ale spíše ještě prohlubují. Důvodem je, že tyto modely mají omezenou platnost jednak v prostoru a také v čase, tj. v podmínkách, ve kterých byly formulovány. Výsledky, jež přinášejí při přenesení modelu do odlišného ekonomického prostředí, tak jsou přinejmenším diskutabilní. Patrné to jistě bude na příkladu známého Altmanova modelu z 90. let, vytvořeného pro americké podniky

především nevýrobní sféry hypoteticky využitého v závěru finanční analýzy při konečném vyslovení se o finančním zdraví českého výrobního podniku v roce 2014. Naproti tomu ekonomická přidaná hodnota se vztahuje vždy k dané společnosti, má absolutní platnost a umožňuje vyvozovat závěry o hospodaření společnosti i bez srovnání výsledků v prostoru. V tom tkví příčina, proč bude této veličině v práci věnována výraznější pozornost.

Práce je strukturována do čtyř kapitol. První kapitola poskytuje seznámení s teoretickými základy finanční analýzy, tvořící nutnou část pro pochopení významu analýzy, jejích výsledků a omezení. Jádro kapitoly představuje popis metod užívaných při provádění vlastní analýzy. Druhá kapitola obsahuje bližší seznámení se společností Chocenská mlékárna s.r.o. Zde se uvádějí informace o koncernu, do něhož Společnost patří, o jejích produktech a o současném, tak minulém vývoji. Následuje i krátký výhled do budoucnosti. Finanční analýza Společnosti je provedena ve třetí kapitole. Po vertikální a horizontální analýze rozvahy a výkazu zisku a ztráty následuje rozbor přehledu o peněžních tocích. Poté jsou kvantifikovány poměrové ukazatele, jež byly předmětem výkladu v první kapitole. Poslední kapitola zobrazuje možný postup výpočtu ekonomické přidané hodnoty Společnosti.

Diplomová práce se zakládá na odborné knižní literatuře, v anglickém a zejména českém jazyce, zabývající se buď přímo finanční analýzou, anebo týkající se hospodařením podniků z finančního úhlu pohledu, a dále čerpá informace o analyzované Společnosti především z veřejně dostupných zdrojů na internetu, kdy těžištěm jsou účetní závěrky a výroční zprávy. Finanční analýza je tak provedena z postavení externího analytika, i když pro zkvalitnění práce přispěla komunikace s vedením Společnosti. Analyzované období činí roky 2007 – 2013. Při konstrukci počátečního stavu rozvahových položek pro rok 2007 však bylo samozřejmě nutné využít i účetní závěrky za rok 2006.

1 Teoretická část

1.1 Finanční analýza

Finanční analýzou se rozumí proces zkoumání všech dostupných a z pohledu cílů analýzy relevantních finančních, ale i nefinančně vyjádřených informací týkajících se předmětu analýzy – odvětví, společnosti, podniku, části podniku, projektu, apod. Analýzu lze provádět buď *ex post*, tzn., že smyslem je vyhodnotit minulý vývoj a analýza se tak stává základem pro navazující plánování či prognózy, anebo *ex ante* kdy se například zkoumá reálnost sestaveného finančního plánu, odhalují se budoucí úzká místa v podniku atd. Na základě provedené analýzy může analytik vyslovit své závěry a doporučení adekvátní vytyčenému cíli. Obvyklý postup finanční analýzy se sestává přibližně z následujících kroků:

- i. formulace cílů analýzy;
- ii. sběr dostupných informací relevantních formulovaným cílům;
- iii. výběr vhodných analytických metod;
- iv. aplikace metod a provedení výpočtů;
- v. srovnání výsledků v čase a prostoru;
- vi. vyhodnocení a navrhnutí možných doporučení.

1.2 Uživatelé finanční analýzy

Existuje několik skupin subjektů, které využívají výsledků finanční analýzy s ohledem na svůj specifický úhel pohledu. Tyto subjekty se mohou nacházet ve velmi rozličném postavení vůči analyzovanému podniku, což může mít značné důsledky na rozsah, ale i kvalitu provedené analýzy.

Například *manažeři* daného podniku budou na rozdíl od ostatních skupin uživatelů pracovat s nejúplnějšími a nejaktuálnějšími informacemi. Hloubka jejich analýzy bude jistě značná, neboť jen zdravý a prosperující podnik jim zaručí další setrvání na svém postu a případná participace na úspěšném hospodaření je bude stimulovat, aby zdraví podniku přinesli, resp. udrželi vhodným řízením. K tomu ovšem potřebují nástroj diagnózy – finanční analýzu.

Naproti tomu *vlastníci* podniku a *potenciální investoři* budou moci provádět finanční analýzu až na základě zveřejňovaných informací a vždy s určitým časovým zpožděním. Předmětem zájmu bude zejména dosahovaná výnosnost jimi vloženého

kapitálu, a zda jsou vytvořeny předpoklady pro výplaty zisku. Chtějí se tak ujistit, že jejich prostředky jsou vhodně uloženy a že tomu tak zůstane i v dohledné budoucnosti.

Banky a další věřitelé zpracovávají finanční analýzu při hledání odpovědi na otázky, zda a za jakých podmínek poskytnout podniku úvěr. Hodnotí se tak jeho bonita v závislosti na finanční stabilitě, solventnosti, ale i s ohledem na složení podnikového majetku pro případ, že by nebyl schopen splácet.

Obchodní partneři se budou zajímat o schopnost podniku splácet včas své závazky, tedy o krátkodobou likviditu v případě dodavatelů. Naproti tomu odběratelé se budou zajímat o stabilitu podniku kvůli riziku neplnění jiných než finančních závazků podniku, což by mohlo mít negativní následky na samotný odběratelův výrobní cyklus. Uvedené platí, zejména pokud existuje silná míra provázanosti a spolupráce mezi podnikem a jeho obchodními partnery.

I konkurence se bude jistě zajímat o finanční výsledky svých tržních soupeřů, aby je mohla porovnat s těmi svými. Potenciální konkurenti budou sledovat vývoj rentability, ziskové marže, apod. v daném odvětví či oboru a budou zvažovat vstup na daný trh. Pro konkurenty má tak prostorové srovnání v rámci finanční analýzy zcela zásadní význam.

Ačkoli ne všichni *zaměstnanci* podniku musí být ohodnocováni na základě dosažených hospodářských výsledků, provedení analýzy napoví o stabilitě jejich pracovních míst, o možnosti zvyšování mezd či poskytnutí jiných zaměstnaneckých benefitů. Hospodářské výsledky jsou rovněž brány v potaz při jednáních odborových organizací s podnikem.

Zpracování finančních dat provádí v neposlední řadě i *stát*, a to pro statistické účely, pro kontrolu podniků se státní účastí, v případě poskytování státní výpomoci, pro sledování podniků nakládající se státní zakázkou, pro daňové účely atd.

Předešlý výčet skupin uživatelů není úplný. Finanční analýzu dále využívají oceňovatelé podniku, burzovní makléři, daňoví poradci, univerzity a jiná široká veřejnost.

1.3 Informační zdroje finanční analýzy

Vstupní informace užívané v procesu finanční analýzy lze rozčlenit podle obsahu na interní a externí. Předmětem *interních informací* je přímo analyzovaný podnik, který vystupuje jako jejich původce. Nejdůležitějšího zástupce tohoto typu podkladových dat a finanční analýzy vůbec představuje účetní závěrka. Tu vytváří nedílný celek rozvahy, výkazu zisku a ztráty a přílohy. Součástí může a v určitých případech musí být také

přehled o peněžních tocích a o změnách vlastního kapitálu. V zákonu stanovených případech je také povinností účetních jednotek vyhotovit výroční zprávu, která obsahuje další finanční i nefinanční informace zvyšující vypovídací schopnost prováděné finanční analýzy.¹ Dále sem spadají informace poskytované manažerským účetnictvím, vnitřní směrnice podniku, podnikové plány a rozpočty aj. Ne všechny zdroje jsou však veřejně přístupné, a pokud ano, často bývají záměrně zveřejňovány s co nejdelším časovým odstupem, což znemožňuje provádění analýzy aktuálního stavu. Mezi *externí informace* se řadí takové, jež pojednávají o vnějším prostředí podniku a o podniku v kontextu širšího celku. Příkladem jsou expertní analýzy a prognózy národního hospodářství či odvětví, statistiky zpracovávané poradenskými, ratingovými společnostmi nebo patřičným ministerstvem, burzovní zprávy a odborný tisk.

1.4 Omezení finanční analýzy

Jelikož finanční analýza vychází zejména z dat obsažených v účetních výkazech, problémy spojené s účetními zásadami a postupy se plně promítají do jejích výsledků. Majetek bývá nejčastěji oceněn v historické, pořizovací ceně, a to bez možnosti přecenění při objektivním růstu jeho hodnoty. Zejména u dlouhodobého majetku se tím stírá vazba účetního ocenění s aktuální hodnotou majetku. Navíc některé položky interně generovaných nehmotných aktiv či na druhé straně leasingové závazky nejsou v účetnictví zachyceny vůbec, protože to účetní předpisy neumožňují. Účetní výkazy mohou být také ovlivněny cílenou snahou o zkreslení údajů. Toto riziko by měl z velké míry eliminovat audit účetní závěrky nezávislou odbornou osobou. Přesto zisk, stále chápáný jako klíčová veličina podnikání, zůstává „snadným terčem manipulace“. Vždyť účetní jednotka sama rozhoduje o metodě odpisování dlouhodobého majetku, volí způsob oceňování zásob vlastní výroby, provádí účetní odhady týkající se tvorby rezerv či opravných položek aj.

Velmi problematickým je také provádění finanční analýzy na základě ročních údajů v závislosti na zveřejněné účetní závěrce. Nejenže zde dochází ke značné časové prodlevě mezi hodnoceními, ale vyvozování závěrů podle stavu některých veličin k jedinému dni činí finanční analýzu statickou. Navíc některé společnosti nepřistupují ke své zveřejňovací

¹ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, § 18 odst. 1 a § 21 odst. 1, 2.

povinnosti² zodpovědně a zpřístupňují účetní závěrky s nepřiměřeně dlouhým časovým zpožděním, pokud vůbec, což v mnoha případech činí výsledky analýzy nepoužitelné.

Marginální se v tomto směru zdá rozdílnost v aplikovaných postupech a užití terminologii. Přesto při srovnávání výsledků s analýzami jiných autorů je potřeba mít obsah pojmů na paměti, jakož i místní podmínky kvůli možné odlišnosti v doporučovaných hodnotách některých ukazatelů.

1.5 Metody finanční analýzy

Rozvoj matematických a statistických věd jakož i pokrok v možnostech využití výpočetní techniky ovlivnil vývoj a aplikaci různých metod při provádění finanční analýzy. Užití daných metod by však vždy mělo předcházet zvážení tří důležitých aspektů – účel, náklady a spolehlivost. Finanční analýza má především sloužit svému uživateli, a tak je zapotřebí, aby našla správné odpovědi, aby identifikovala klíčové oblasti hospodaření předmětného podniku. Jako u každé jiné činnosti platí, že užítky plynoucí z provedení finanční analýzy by měly přesahovat náklady s tím spojené. Spolehlivost, i když je značně podmíněna kvalitou vstupních informací, lze zvýšit, resp. zvýšit vypovídací schopnost finanční analýzy rozšířením srovnávací báze, a to ať už v čase, tak ale i v prostoru.

Níže popisované a v analytické části využitě elementární metody se mohou dále kombinovat se složitějšími přístupy k finanční analýze v podobě matematicko-statistických metod (regresní a korelační analýza, autoregresní modelování, analýza rozptylu, vícerozměrné analýzy, empirické distribuční funkce, statistické testy odlehklých dat, apod.) a nestatistických metod (neuronové sítě, expertní systémy, metody založené na teorii mlhavých množin, metody fraktální geometrie, metody formální matematické logiky, apod.). Tyto vyšší metody ovšem nejsou předmětem práce.

1.5.1 Absolutní metody

Mezi absolutní metody finanční analýzy se řadí horizontální a vertikální analýza účetních výkazů. Za *absolutní* se považují proto, že pracují přímo s daty obsaženými v rozvaze, výkazu zisku a ztráty, případně ve výkazu cash flow.

² Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, § 21a.

1.5.1.1 Vertikální analýza

Tato analýza, nazývaná též jako procentní rozbor, zkoumá strukturu daného účetního výkazu. V případě rozvahy vyjadřuje podíl jednotlivých položek majetku a zdrojů jeho krytí na bilanční sumě. U výkazu zisku a ztráty se za základní veličinu, tedy 100%, považují výkony, anebo tržby. Výsledky analýzy jsou vhodné pro časové a prostorové srovnání a při jejich interpretaci se využívá výšečových grafů.

1.5.1.2 Horizontální analýza

Horizontální analýza se zabývá zkoumáním vývoje hodnot po jednotlivých položkách účetního výkazu. Jedná se tedy o časový rozbor a označuje se jako analýza trendů. Změnu hodnoty dané položky lze pak vyjádřit buď absolutní částkou, nebo procentně.

➤ absolutní změna: $= X_1 - X_0$ (v tis. Kč, apod.)

➤ relativní změna: $= \text{absolutní změna} / X_0 = X_1 / X_0 - 1$ (v %)

Za výchozí období *nula* je možné považovat období předcházející a počítat tak meziroční, klouzavé změny dané položky, či poměřovat aktuální období vždy s vybraným bazickým. Spíše se však využívá sledování změn mezi sousedícími roky, neboť konstrukce bazických indexů pro delší časové řady ztrácí na přehlednosti. Při interpretování hodnot dosažených meziročním srovnáním je dobré si uvědomit, že např. přírůstek položky o $n\%$ v jednom roce není svou absolutní částkou ekvivalentní s úbytkem o stejné $n\%$ v roce následujícím, jelikož se liší vztahová základna. Vhodný doplněk prezentace výsledků analýzy trendů představují sloupcové a zejména spojnicové grafy.

1.5.2 Relativní metody

Nástrojem relativní metody finanční analýzy je konstrukce poměru, neboli poměrového ukazatele, který dává do vztahu dvě či více veličin. Vypočtená hodnota představuje, kolik jednotek čitatele připadá na jednotku jmenovatele. Jedná se o nejrozšířenější nástroj finanční analýzy. Poměrových ukazatelů se využívá hned ve třech rovinách:

- samostatně – při zkoumání a hodnocení podnikového hospodaření zaměřeného na určitou oblast;
- pyramidální rozklad – při analýze příčin změny hodnoty vrcholného poměrového ukazatele;

- analýza soustav ukazatelů – při snaze predikovat nadcházející finanční tíseň pomocí bankrotních modelů či v případě bonitních modelů určit stupeň finančního zdraví podniku.

Poměrové ukazatele se podle aktuálního úhlu zkoumání orientují na určité oblasti. Základní směry analýzy představuje výpočet a hodnocení rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti, solventnosti a finanční stability. Dále to mohou být ukazatele na bázi cash flow, spadající podle své konstrukce do výše uvedeného výčtu, a vybrané naturální ukazatele především pro analýzu stavu a vývoje produktivity práce. Další skupinu tvoří ukazatele kapitálového trhu, které nejsou relevantní ve vztahu k zaměření této práce vzhledem k tomu, že níže analyzovaná společnost se neobchoduje na kapitálovém trhu a navíc se jedná o společnost s ručením omezeným. Proto jim nebude věnována bližší pozornost.

1.5.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability představují jedny z nejsledovanějších ukazatelů vůbec, neboť měření výnosnosti použitého kapitálu slouží jako organické kritérium hodnocení úspěšnosti podnikání. Bude proto zajímat především akcionáře, resp. vlastníky a potenciální investory. Ale i pro ostatní skupiny uživatelů budou mít nesporný význam. Přesto učinění závěru bez ohledu na platební schopnost a finanční stabilitu by bylo krátkozraké a maximalizace dosahované rentability za každou cenu by mohlo podnik uvést z hlediska dlouhodobého vývoje do finančních problémů. Navíc je třeba mít stále na zřeteli veškerá omezení účetních veličin, které se do ukazatelů rentabilit promítají. Jedná se především o tu nejproblematictější – zisk. Také velikost, ať již vlastního, či celkového kapitálu vychází z účetnictví, a tak ukazatel zcela neodráží „reálnou“, tržní výnosnost. Obdobně pohledem aktiv jejich účetní ocenění nemusí a často neodpovídá tržní hodnotě. Tato omezení se snaží odstranit koncept ekonomické přidané hodnoty (viz později). Bude proto zajímavé porovnat výsledky získané čistě na základě účetních výkazů spolu s výsledky plynoucí z modelu ekonomické přidané hodnoty.

Konstrukce ukazatele rentability si vyžaduje informace obsažené ve dvou účetních výkazech, a to v rozvaze a ve výkazu zisku a ztráty. Do poměru se dosazují vytvořený zisk v různých podobách jako toková veličina a objem kapitálu jako stavová veličina, čímž vzniká jistý nesoulad. K vygenerování zisku za dané období bylo totiž zapotřebí určitého

objemu kapitálu, jehož výnosnost se posuzuje. Pokud by se výše kapitálu během období neměnila, problém by nevznikl. To je ovšem v praxi nemožné. Ideálním řešením by tak bylo dosadit do jmenovatele průměrný stav kapitálu vypočtený z jeho denních stavů. Vždyť analytik se dopouští velkého zkreslení ukazatele rentability, pokud dosadí za kapitál prostě stav k rozvahovému dni nerespektující skutečnost, že podnik např. před třemi dny obdržel značnou půjčku. Dojde tak k podhodnocení ukazatele rentability, neboť objem zapojeného kapitálu při tvorbě zisku byl v průběhu období nižší. Avšak ideální řešení z pozice externího analytika není dosažitelné. Proto se ke zmírnění zmiňovaného zkreslení užívá průměrného stavu kapitálu nikoli na denní bázi, ale průměr se vypočte ze stavu kapitálu na začátku a na konci sledovaného období.

Pro rentabilitu neexistují nějaké doporučované hodnoty či rozpětí. Obecná tendence by však měla být v čase rostoucí. Přesto pokles hodnoty nemusí hned znamenat negativní soud analytika. Pokud dosahovaná rentabilita se snížila v prostředí recesivní ekonomiky, ale stále se udržela na přijatelné úrovni, lze hospodaření podniku hodnotit kladně. Nejdůležitější zásada tkví v tvrzení, že výnosnost podnikání by měla alespoň pokrývat nároky toho kterého poskytovatele kapitálu.

❖ **Rentabilita celkového kapitálu**

Tato úroveň rentability poměřuje zisk s celkovým vloženým kapitálem, resp. veškerými aktivy. Vyjadřuje tak celkovou efektivnost podnikání bez ohledu na způsob jeho financování. V tomto případě je finanční struktura irelevantní. Z hodnoty ukazatele lze vyčíst, jak efektivně podnik využívá svou majetkovou bázi. Proto se ukazatel často označuje jako výdělečná schopnost či produkční síla.

Podoba ukazatele, která umožňuje nejširší porovnání v čase a prostoru, dosazuje do čitatele ukazatele EBIT. Mění-li se sazba daně ze zisku, struktura financování či srovnávají-li se podniky s odlišnými těmito charakteristikami, porovnání nečiní obtíže.

$$= EBIT / [(A_0 + A_1) / 2]$$

Obliha takto konstruovaného ukazatele vyplývá z nesporné výhody možnosti srovnání spočtené rentability s³:

³ Marek, P., aj. *Studijní průvodce financemi podniku*. Vydání II. Praha : Ekopress, 2009, s. 197.

- výnosností jednotlivých aktiv podniku, protože není vždy možné určit specifický podíl jejich krytí cizím kapitálem a určit zdanění výnosů dosažených prostřednictvím nich;
- výnosností jiných aktiv na trhu;
- výnosností podniků i v mezinárodním měřítku z důvodu abstrakce systému zdanění a úrokových podmínek, a
- s váženými průměrnými náklady kapitálu.

Vedle nezdaněné (hrubé) verze se lze setkat i s výpočtem zdaněné rentability celkového kapitálu.

$$= [(EAT + \text{nákladové úroky} * (1 - d)) / [(A_0 + A_1) / 2]$$

Do čitatele jsou dosazeny zisk po zdanění a zdaněná výše nákladových úroků představující efekty podnikání vůči vynaloženému kapitálu na jejich dosažení. Zisk zastupuje efekt pro vlastníky podniku a úroky znamenají výnos pro věřitele. Vynásobením výrazem $(1 - d)$ vyplývá z toho, že úroky jako náklad podniku dopadají na něj ne v plné výši, ale snižené vlivem jejich daňové uznatelnosti. Ukazatel se tak hodí pro porovnání efektivnosti využití celkového kapitálu podniků s různou finanční strukturou, avšak ve shodné daňové jurisdikci.

❖ **Rentabilita vlastního kapitálu**

Rentabilita vlastního kapitálu poměřuje zisk s objemem vlastního kapitálu. O ukazatel se zajímají především vlastníci a potenciální investoři, neboť pro ně je vrcholným měřítkem efektivnosti jimi vloženého kapitálu. Při srovnání s výnosností alternativní formy investování by měla rentabilita vyjít vyšší či alespoň shodná, uvažuje-li se alternativní investice se shodnou mírou podstupovaného rizika (a likvidností). Při nižší rentabilitě by racionální investor upustil od podnikání a investoval by alternativně. Aby ovšem mohla být brána hodnota ukazatele rentability jako základ takového rozhodování v plné míře, bylo by nutné vyjádřit výši vlastního kapitálu v tržní hodnotě.

Navzdory přirozené snaze o maximalizaci hodnoty rentability, je vždy zapotřebí zachovat zdravý úsudek, a to nejen z důvodu krátkozrakosti strategie maximalizace zisku. Může se totiž stát, že dojde k účetnímu předlužení podniku, tj. vlastní kapitál účetně dosáhne záporné hodnoty, a v kombinaci se ztrátou za sledované období hodnota ukazatele

bude kladná. Pokud se „rentabilita“ oproti předcházejícímu období zvýší, jen stěží je možné takový vývoj interpretovat jako žádoucí.

Opět se lze setkat s výpočty zdaněné a nezdaněné podoby rentability. I když hrubá verze se vyskytuje pouze sporadicky, neboť vlastníky zajímá především čistý výnos, jež si budou moci mezi sebe rozdělit.

- zdaněná podoba: $= EAT / [(VK_0 + VK_1) / 2]$
- nezdaněná podoba: $= EBT / [(VK_0 + VK_1) / 2]$

❖ **Rentabilita dlouhodobého kapitálu**

Ukazatel měří výnosnost v podniku dlouhodobě vázaného kapitálu. Někdy se mu též říká rentabilita zaměstnaného kapitálu kvůli překladu anglického označení (return on capital employed). Druhým možným náhledem je, že ukazatel sleduje rentabilitu podnikových aktiv, k jejichž financování se užívá dlouhodobých zdrojů. V praxi převažuje užití ukazatele v jeho čisté podobě, tedy se ziskem po dani. Při mezipodnikovém srovnání je však důležité mít na paměti vymezení dlouhodobého kapitálu, aby dosažené hodnoty byly konzistentní. Za dlouhodobý zdroj financování bude jistě považován vlastní kapitál, dlouhodobé závazky a dlouhodobé bankovní úvěry. U rezerv a časového rozlišení pasiv nemusí být situace tak jednoznačná. Z výkazů sestavených podle českých účetních předpisů totiž nelze vyčíst, jaká část rezerv bude čerpána v následujícím období. Zpravidla se však rezervy do dlouhodobého kapitálu zahrnují a pasivní časové rozlišení nikoli.

$$= EAT / [(dlouhodobý\ kapitál_0 + dlouhodobý\ kapitál_1) / 2]$$

Vysoká hodnota ukazatele může být způsobena buď žádoucím efektivním využíváním dlouhodobého kapitálu, anebo vyvolána z hlediska likvidity podniku nepříznivým poměrem dlouhodobého kapitálu vůči krátkodobému. Uvedené platí analogicky obráceně.

❖ **Rentabilita tržeb a rentabilita nákladů**

Z hlediska konstrukce ukazatele se tento od předešlých odlišuje. Ve jmenovateli již nefiguruje stavová veličina, nýbrž stejně jako zisk toková veličina v podobě tržeb. Odpadá tak nutnost zmírnit zkreslení dosazováním průměrného stavu. Ukazatel vyjadřuje schopnost z určité výše výnosů dosáhnout zisku. Rentabilita tržeb počítaná s kategorií zisku před úroky a zdaněním se označuje jako *provozní ziskové rozpětí*. Ukazatel je opět

vhodný pro porovnání mezi podniky s odlišným systémem danění zisku a rozličnou finanční strukturou. Naopak nelze srovnávat podniky z různých odvětví na základě této skupiny ukazatelů, neboť běžné nižší ziskové rozpětí v jednom odvětví bývá vykoupeno zvýšenou obrátkou aktiv a naopak.

$$= EBIT / (Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb + Tržby za prodej zboží)$$

Variace ukazatele v čitateli se ziskem po dani vyjadřuje *čisté ziskové rozpětí*, tedy ziskovou marží.

$$= EAT / (Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb + Tržby za prodej zboží)$$

Nízké hodnoty ukazatele poukazují na jedné straně na nízké ceny produkce a zboží a na straně druhé signalizují příliš vysoké náklady. Klesá-li tedy ziskové rozpětí v čase, je nutné věnovat zvýšenou pozornost analýze nákladů, které lze spíše redukovat než přenášet ne hospodárnost podnikových procesů na zákazníky prostřednictvím zvýšení cen.

Propojení ziskového rozpětí a rentability nákladů či jednoduše nákladovosti je patrné z následujícího vztahu. Ukazatel tak slouží jako doplněk k dvou výše uvedeným veličinám. Žádoucí je nižší hodnota, neboť s výnosy souvisí menší objem nákladů, a tím se vytváří prostor pro dosažení vyššího ziskového rozpětí.

$$= \text{náklady} / \text{tržby} = 1 - \text{zisk} / \text{tržby} = (\text{tržby} - \text{zisk}) / \text{tržby}$$

❖ **Pyramidální rozklad ukazatele rentability**

Cíl pyramidálního rozkladu spočívá v dekompozici vrcholného ukazatele na dílčí složky, příčinné ukazatele mající mezi sebou aditivní (součet či rozdíl) nebo multiplikativní vztah (součin či podíl). Finanční analytik se tak již nedívá na jednu hodnotu vypočteného ukazatele, ale rozklad mu umožňuje nahlédnout do „struktury“ této hodnoty, co zapříčinilo pozitivní vývoj v hodnotě ukazatele a naopak čím byl způsoben pokles.

První, kdo využil tohoto postupu, byla americká chemická společnost Du Pont de Nemours, a proto se též hovoří o Du Pontově rozkladu. I když je možné ukazatel rozložit nekonečně mnoha cestami, ne všechny rozklady nutně poskytují smysluplný vypovídací potenciál. Rovněž lze pyramidálního rozkladu užít i pro jiné ukazatele než rentability, avšak Du Pontův rozklad se orientuje právě na analýzu rentability a pro tuto oblast získal největší oblibu.

Rentabilitu vlastního kapitálu v čisté podobě lze dekomponovat na následujících pět složek: provozní ziskové rozpětí, úroková redukce zisku, daňová redukce zisku, obrat aktiv a finanční páka.

$$= EBIT / Tržby * EBT / EBIT * EAT / EBT * Tržby / A * A / VK$$

O provozním ziskovém rozpětí bylo již pojednáno. Úroková a daňová redukce představují efekt odčerpání určité části zisku, která nepřípadně vlastníkům jako disponibilní zisk z důvodu participace dalších spolupodílníků na dosaženém zisku – věřitelů a státu. Čím hodnota dílčího ukazatele činí více, tím lze hovořit o nižším stupni redukce, neboť ono odčerpání zisku je nižší. O obrátce aktiv a finanční páce bude pojednáno později, ovšem již zde je ze vzorce evidentní, že vyšší obrátka a vyšší stupeň finanční páky přispěje k růstu rentability. Na druhou stranu nutno poznamenat, že zvyšování finanční páky, tedy zvyšování podílu zapojeného cizího kapitálu povede k vyšší úrokové redukci, což bude mít opačný účinek na výši rentability vlastního kapitálu.

Obdobně lze rozložit rentabilitu celkového kapitálu na součin provozního ziskového rozpětí a obrátky aktiv. Jedná se o primární rozklad na *nákladovou* a *kapitálovou větev*. Pouhou úpravou vyjádření, jak bylo vysvětleno, se provozní ziskové rozpětí modifikuje na ukazatel nákladovosti a obrat aktiv na dobu obratu (viz později). Sekundární rozklad zkoumá vliv změny hodnoty nákladovosti a vliv změny hodnoty doby obratu aktiv na vrcholný ukazatel rentability. Jelikož převod provozního ziskového rozpětí na nákladovost z výnosů (dále ve vzorcích značené NV) a počtu obrátek aktiv na dobu jejich obratu spočívá v zahrnutí konstant do vzorců, vliv změny hodnoty těchto konstant je irelevantní. Proto vliv změny hodnoty nákladovosti z výnosů se rovná vlivu změny hodnoty provozního ziskového rozpětí a vliv změny hodnoty doby obratu aktiv se rovná vlivu změny hodnoty počtu obrátek aktiv zjištěného v primárním rozkladu. V případě provozního ziskového rozpětí se vliv změny jeho hodnoty na výši rentability celkového kapitálu vypočte takto:

$$= \ln (ZM_1 / ZM_0) / \ln (RCK_1 / RCK_0) * \Delta RCK,$$

kde *ZM* představuje provozní ziskové rozpětí, *RCK* rentabilitu celkového kapitálu a ΔRCK absolutní či relativní změnu hodnoty rentability celkového kapitálu. V případě absolutní

změny se hovoří o vzrůstu či poklesu rentability o x procentních bodů. Užije-li se spojení, že rentabilita se změnila o x procent, má se na mysli relativní změna.

- absolutní změna: $= RCK_1 - RCK_0$
- relativní změna: $= \text{absolutní změna} / RCK_0$

Pokud se změní hodnota počtu obrátek aktiv, resp. celkového kapitálu (POCK), tak vliv na změnu hodnoty rentability lze zachytit následujícím vztahem:

$$= \ln (POCK_1 / POCK_0) / \ln (RCK_1 / RCK_0) * \Delta RCK$$

Ve třetí fázi se v nákladové větvi zkoumá vliv změny výše daného nákladu např. odpisů k výnosům na změnu hodnoty vrcholného ukazatele. Sečtou-li se po té hodnoty všech dílčích vlivů, výsledek odpovídá hodnotě dosažené v sekundárním, resp. primárním rozkladu. Konstruovat lze alternativně dílčí absolutní či dílčí relativní vlivy změny hodnoty na hodnotu vrcholného ukazatele. Pokud je předmětem zkoumání rentabilita založená na dosažení EBIT do čitatele ukazatele, nesmí být samozřejmě mezi náklady zahrnuty nákladové úroky a daň ze zisku. Vzorec pro zjištění vlivu změny hodnoty v případě odpisů z výnosů na změnu hodnoty rentability celkového kapitálu v rámci terciárního rozkladu nákladové větve vypadá následovně:

$$= [(Odp. / Výn.)_1 - (Odp. / Výn.)_0] / [(NV_1 - NV_0)] * \text{vliv změny hodnoty } NV \text{ na } RCK$$

Uvedené včetně vzorce platí analogicky i pro kapitálovou větev. Vzorec pro zjištění vlivu změny hodnoty např. doby obratu (DO) pohledávek na změnu hodnoty rentability celkového kapitálu v rámci terciárního rozkladu kapitálové větve je takovýto:

$$= (DO_{pohl.1} - DO_{pohl.0}) / (DO_{aktiv1} - DO_{aktiv0}) * \text{vliv změny hodnoty } DO \text{ aktiv na změnu hodnoty } RCK$$

1.5.2.2 Ukazatele likvidity

Likvidita charakterizuje schopnost podniku dostát včas svým závazkům. Obecně tyto ukazatele dávají do poměru, čím by se teoreticky dalo v případě nutnosti relativně pohotově platit a to, co podnik bude hradit. Ačkoli by se mohlo zdát, že vysoká hodnota likvidity znamená dobrou situaci, tvrzení neplatí bez omezení. Záleží ovšem na úhlu pohledu, na postavení uživatele finanční analýzy vůči podniku. Věřitelé, dodavatelé a i

zákazníci budou preferovat vyšší hodnoty likvidity, neboť pro ně budou signalizovat dostatečnou schopnost podniku hradit závazky a plnit další smluvní nároky včas. Obdobně i pro management bude výhodné udržování vyšší míry likvidity. Nedostatek by totiž mohl vést k tomu, že manažeři nebudou moci plně využívat nastalých ziskových příležitostí, čímž vzniká riziko ztráty kontroly nad podnikem. Na druhé straně udržování vysoké úrovně likvidity vyvolává neefektivnost způsobenou nadměrnou vázaností finančních prostředků v méně výnosných aktivech. Uvedené bude mít vliv na dosahovanou rentabilitu, na což budou citliví zejména vlastníci. A tak je třeba vždy hledat kompromisní cestu mezi udržením uspokojivé výše rentability a zajištěním platební schopnosti podniku.

❖ **Běžná likvidita**

$$= \text{oběžná aktiva} / (\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry})$$

Běžná likvidita označovaná rovněž jako likvidita 3. stupně vyjadřuje krytí dluhů se splatností do jednoho roku oběžnými aktivy, neboli jaká část těchto dluhů by byla uhrazena, pokud by hypoteticky byla oběžná aktiva směněna na platební prostředky. I přes nezahrnutí dlouhodobých pohledávek mezi oběžná aktiva zůstávají ukazateli mnohé nedostatky. Nerespektuje časovou strukturu dluhů, nepřihlíží ke složení oběžných aktiv z hlediska jejich likvidnosti. Rovněž podléhá riziku záměrného ovlivnění odložením určitých činností na dobu po rozvahovém dni. Doporučované hodnoty se pohybují od 1,5 a výše.

❖ **Pohotová likvidita**

$$= (KFM + \text{kr. pohledávky}) / (\text{kr. závazky} + \text{kr. bankovní úvěry})$$

Likvidita 2. stupně uvažuje s předpokladem, že ve vyspělých ekonomikách krátkodobé pohledávky představují téměř jisté peněžní prostředky. Proto lze za uspokojivou výši považovat hodnotu 1,0, kdy krátkodobý finanční majetek spolu s krátkodobými pohledávkami právě vystačí na úhradu krátkodobých dluhů. Hrozící riziko z nespolehlivosti inkasa pohledávek se ošetřuje dvěma způsoby. Buď je možné doporučit vyšší hodnotu likvidity či snad lépe pohledávky očistit o těžko vymahatelné a pochybné.

❖ Okamžitá likvidita

$$= KFM / (\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry})$$

Nejnižší vypovídací schopností disponuje ukazatel likvidity 1. stupně. Důvod spočívá ve značné proměnlivosti veličiny v čitateli vzorce a také snadné ovlivnitelnosti ze strany podnikového vedení. Nejnižší doporučovanou mezí bývá hodnota 0,2. Přesto nižší úroveň této kategorie likvidity ještě nemusí signalizovat platební obtíže. Podnik totiž může využívat kontokorentního úvěru či v rámci skupiny podniků tzv. cash pooling, čímž se nároky na držení krátkodobého finančního majetku snižují.

❖ Provozní pohotová likvidita

$$= (KFM + \text{krátkodobé pohledávky}) / \text{krátkodobé závazky}$$

Myšlenkou provozní pohotové likvidity je poměření likvidního majetku 1. a 2. stupně s krátkodobými závazky. Od pohotové likvidity se odlišuje tím, že do jmenovatele se nezahrnují bankovní úvěry. Ty totiž mají původ ve finanční činnosti podniku, kdežto ostatní veličiny by měly pocházet z činnosti provozní. Vyjadřuje se tak schopnost podniku krýt z budoucích provozních příjmů provozní výdaje. Prahová hodnota tak činí 1,0. Inkasní riziko spojené s některými pohledávkami může být eliminováno výše popsány způsoby.

1.5.2.3 Ukazatele aktivity

Pomocí skupiny ukazatelů aktivity se analyzuje stupeň využití majetkové báze podniku. Vyjadřují rychlost, resp. intenzitu provozních cyklů, při nichž dochází k přeměně peněžních prostředků na výrobky, pohledávky, dlouhodobá aktiva atd. a zpět na peníze. Částka na konci cyklu by samozřejmě měla být vyšší než na počátku, neboť hnacím motorem provozního cyklu je vidina dosažení zisku. Stejně výše zisku pak lze dosáhnout dvěma cestami: vyšší ziskovou marží a delší dobou trvání cyklu či nižší ziskovou marží, ale ve spojení s krátkým provozním cyklem.

Ukazatele aktivity lze konstruovat ve dvou podobách: počet obrátek aktivní či pasivní položky za určité období (zpravidla rok), anebo doba obratu položky v časových jednotkách (zpravidla dny). Počet obrátek vyjadřuje, kolikrát se daná položka obrátí za časový interval. Jelikož se počet obrátek vypočte jako toková veličina (určitá výnosová nebo nákladová položka) za období děleno onou aktivní či pasivní položkou, což je stavová veličina, vyvstává zde opět problém souměřitelnosti. Kvůli omezení vlivu

zkreslení se přistupuje k dosazování průměrného stavu. Dobu obratu lze poté spočítat jako převrácenou hodnotu počtu obrátek⁴ a značí čas, po který je aktivum či pasivum vázáno v té či oné formě. Neboli udává délku období nutného k uskutečnění jednoho obratu.

❖ **Obrat celkových aktiv**

- obrat (za rok): $= Tržby / [(A_0 + A_1) / 2] = 365 / \text{doba obratu}$
- doba obratu (ve dnech): $= [(A_0 + A_1) / 2] / (Tržby / 365) = 365 / \text{obrat}$

Cíl podniku by měl spočívat ve zvyšování hodnoty obratu, a tím ke zkracování doby obratu aktiv. Samostatné hodnocení je problematické, proto jsou ukazatele aktivity vhodné k časovému a prostorovému srovnání. Pokles obrátky či nižší hodnoty, než vykazuje srovnávací báze, signalizují nízké tržby ve vztahu k celkovým aktivům. Doporučení tkví ve zvýšení realizovaných tržeb či v odprodeji nedostatečně využívaných aktiv.

❖ **Obrat stálých aktiv**

$$= Tržby / [(stálá aktiva_0 + stálá aktiva_1) / 2] \quad \dots \quad 365 / \text{obrat} = \text{doba obratu}$$

Výše uvedené platí pro obrat stálých aktiv obdobně. Navíc ukazatel poskytuje uplatnění při rozhodování vedení podniku o investicích do dlouhodobého majetku. Když se doba obratu prodlužuje, značí to, že by mělo dojít ke zvýšení využití výrobních kapacit, a tím došlo k růstu tržeb, a zároveň aby se dočasně omezilo investování do rozšiřování dlouhodobého majetku. Nízká hodnota obratovosti tedy reflektuje vysoké zapojení dlouhodobého majetku, se kterým se pojí fixní náklady, především odpisy, čímž se zvyšuje provozní riziko. Při poklesu tržeb totiž podnik nebude schopen reagovat dostatečnou redukcí provozních nákladů.

⁴ Obvykle se počet obrátek sleduje za roční období, a tak pro převod na dobu obratu vyjádřenou ve dnech je zapotřebí reciprokou hodnotu vynásobit počtem dní v roce.

❖ Obrat zásob

$$= \text{Tržby} / [(zásoby_0 + zásoby_1) / 2] \quad \dots \quad 365 / \text{obrat} = \text{doba obratu}$$

Ukazatel sleduje intenzitu využití zásob, neboť měří, kolikrát se v průběhu roku každá položka zásob prodá, pořídí a znovu uskladní. Použití tržeb jako vztahové veličiny může být problematické z důvodu nadhodnocování ukazatele obrátky. Analogicky se hodnota doby obratu systematicky zkracuje. Příčinou je ocenění zásob v pořizovacích cenách, kdežto tržby vyjadřují tržní hodnotu. Ideálním řešením by bylo namísto výnosové položky počítat s náklady spjatými s jednotlivými druhy zásob a sledovat tak obrátku pro ně odděleně. Například pro zboží uvažovat s náklady na prodané zboží, pro materiál spotřebu materiálu, apod.

Nízká hodnota obratovosti může naznačovat nadbytečnou či nelikvidní část zásob, což zbytečně váže finanční prostředky a držení neproduktivních zásob vede k poklesu dosahované výnosnosti. Naopak vysoký nebo spíše relativně vysoký obrat ve vztahu ke srovnávací bázi vypovídá o efektivním hospodaření podniku se zásobami. Výrazně přispět k tomu může navázání úzkých dodavatesko-odběratelských vztahů, kdy odběratel přejímá dodávky v krátké době před započítáním vlastního výrobního procesu a pokud má po jeho ukončení zajištěn odbyt. Vysoký obrat zásob také zvyšuje důvěru v ukazatel běžné likvidity.

❖ Obrat krátkodobých pohledávek

$$= \text{Tržby} / [(kr. pohledávky_0 + kr. pohledávky_1) / 2] \quad \dots \quad 365 / \text{obrat} = \text{doba obratu}$$

Z pohledu podniku je opět výhodné udržovat vysokou hodnotu obrátky pohledávek, čímž by doba, po kterou jsou finanční prostředky vázány ve formě pohledávek byla co nejkratší. Ukazatel se většinou užívá pro sledování obratovosti pohledávek pouze z obchodních vztahů. Dosazování tržeb do vzorce je ovšem opět problematické, neboť ne na všechny odběry se poskytuje obchodní úvěr. Rovněž vypočtenou dobu obratu nelze přímo považovat za průměrnou dobu inkasa a srovnávat ji se splatností vystavených faktur. Pakliže podnik vystupuje jako plátcе daně z přidané hodnoty, je tato daň zakomponována ve fakturované částce, a i když budou pohledávky uhrazeny odběrateli právě včas, podle doby obratu porušili reálnou smluvní splatnost o dobu obratu DPH obsažené v hodnotě pohledávky. Uvedené platí obdobně, zahrnuje-li fakturovaná částka spotřební daň.

Zpožděné inkaso pohledávek však může vést ke značným finančním obtížím, zejména pokud přetrvává delší dobu. Podnik by v takovém případě měl usilovat o nápravu a podniknout patřičná opatření ke zrychlení inkasa. Přesto dlouhá doba obratu nemusí znamenat nežádoucí situaci. Jestliže pohledávka je za spolehlivým odběratelem, u kterého nehrozí změna ve finančním zdraví k horšímu, a poskytnutý obchodní úvěr dostatečně kompenzuje podstoupené riziko a možnost alternativního zhodnocení vázaných prostředků, může být delší splatnost oboustranně výhodná.

❖ **Obrat krátkodobých závazků**

$$= \text{Tržby} / [(kr. \text{ závazky}_0 + kr. \text{ závazky}_1) / 2] \quad \dots \quad 365 / \text{obrat} = \text{doba obratu}$$

Podobně jako u pohledávek se často zkoumá jen obrat závazků plynoucích z obchodních vztahů. Doba obratu se označuje jako doba splácení závazků. I konstrukce tohoto ukazatele je zatížena nepřesností při dosazování tržeb do vzorce. Ideální veličinu by představoval objem všech nákupů a přijatých dodávek na obchodní úvěr. Doba obratu vypočtená na základě tržeb představuje průměrný počet dní, za které se současné závazky uhradí z aktuální výše tržeb.

Ani pro obratovost závazků neleží optimální hodnota v extrému jedním či druhým směrem. Příliš vysoká hodnota obrátky znamená méně výhodné platební podmínky od dodavatelů, anebo splácení závazků před splatností. Naopak malý počet obrátů signalizuje platební problémy podniku či poskytování velmi výhodných obchodních podmínek ohledně splatnosti faktur.

❖ **Obchodní deficit**

$$= DO \text{ kr. pohledávek z obch. vztahů} - DO \text{ kr. závazků z obch. vztahů}$$

Vysokou vypovídací schopnost poskytuje výpočet obchodního deficitu. Je však zapotřebí, aby doba obratu pohledávek i závazků byla vztažena ke stejné veličině – tržbám. Pro podnik je výhodný stav, pokud obchodní deficit činí zápornou hodnotu. V tom případě dochází k rychlejšímu nárůstu závazků oproti pohledávkám, popř. k jejich pomalejšímu poklesu. Za opačné situace podnik dříve hradí své závazky, než mu jsou spláceny pohledávky, což je třeba vynahrazovat ziskovou marží či zapojením dalších finančních

zdrojů. Jinak to může vyústit až v platební potíže způsobené nedostatkem peněžních prostředků.

1.5.2.4 Ukazatele zadluženosti

Níže uváděné ukazatele zadluženosti jsou vlastně variací na jedno a to samé téma. Vždy nějakým způsobem dávají do vztahu celkovou výši aktiv, resp. pasiv, vlastní kapitál a dluhy (vyjádřené jako cizí zdroje bez rezerv). Proto budou v rámečku pro vzorce uvedeny najednou a interpretovány společně.

- Ukazatel věřitelského rizika: $= Dluhy / A$
 - Krytí cizího kapitálu: $= A / dluhy$
 - Ukazatel vlastnického rizika: $= VK / A$
 - Finanční páka: $= A / VK$
- Ukazatel finanční samostatnosti: $= VK / dluhy$
- Ukazatel celkového rizika: $Dluhy / VK$

Konstrukce těchto ukazatelů vychází z běžné podnikové praxe, kdy pro financování svých aktivit se neuvádí pouze vlastních zdrojů. Nepřichází to v úvahu jednak vzhledem k omezenému množství a nízké flexibilitě vlastního kapitálu a také proto, že by nebylo ekonomicky racionální nevyužít cizí zdroje. Jak se již naznačilo v části věnované rentabilitě, využívání finanční páky za určitých podmínek vede ke zvyšování výnosnosti vlastního kapitálu. Zdá se tedy, že čím vyšší finanční páka, tím lépe z hlediska vlastníků. Jelikož ovšem páka působí oběma směry, je nutné splňovat důležitou podmínku: podnik musí dosahovat vyšší rentability celkového kapitálu, než činí cena cizího kapitálu, jinak bude pákový efekt působit proti rentabilitě vlastního kapitálu. Naopak věřitelé budou pocítovat rostoucí míru rizika s rostoucím stupněm krytí aktiv cizím kapitálem a budou se zdráhat podniku dále půjčovat. Zvýšené věřitelské riziko se odrazí v požadované výnosnosti poskytovaného kapitálu, vzroste úroková míra a podnikové vedení musí hlídat její relaci k dosahované rentabilitě. Navíc cizí kapitál je často spjat s fixními platbami, čímž vzniká finanční riziko. Optimální zapojení dluhu tak není ani minimální, ani maximální, ale jde o velmi složitou oblast finančního řízení.

Zatímco hodnota věřitelského rizika se zvyšujícím se podílem dluhu roste lineárně a maximálně může činit 100% (z matematického hlediska), ukazatel celkového rizika roste exponenciálně, a to limitně až do nekonečna.

1.5.2.5 Ukazatele solventnosti

Oblast solventnosti úzce souvisí s již popisovanou likviditou. Mezi nimi existuje vztah podmíněnosti. „Podmínkou solventnosti je, aby podnik měl část majetku vázanu ve formě, již může platit... Jinými slovy – podmínkou solventnosti je likvidita.“⁵ Ovšem na rozdíl od ukazatelů likvidity solventnost vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky bez nutnosti přeměny majetku (oběžných aktiv) na pohotové prostředky.

❖ Doba splácení čistých dluhů

Ukazatel udává počet let, které by hypoteticky trvalo uhrazení všech dluhů za předpokladu, že stávající výše pomyslného peněžního toku, vyjádřeného čistým ziskem a odpisy, by sloužila přednostně na splácení dluhů.

$$= [(\text{Čisté dluhy}_0 + \text{Čisté dluhy}_1) / 2] / (\text{EAT} + \text{odpisy}),$$

kde *čisté dluhy* znamenají cizí zdroje bez rezerv a po odečtu krátkodobého finančního majetku, jenž by mohl být užit k okamžité úhradě části dluhů.

Alternativou je ukazatel *krytí čistých dluhů* představující reciprokou hodnotu doby splácení. V procentním vyjádření pak reprezentuje současnou část čistých dluhů, o kterou by se mohly snížit díky čistému zisku a odpisům použitých výhradně na tento účel.

❖ Úrokové krytí

Krytí úroků ziskem představuje poměrový ukazatel velmi sledovaný při hodnocení bonity podniků. Za doporučené nebo lépe řečeno uspokojivé hodnoty se považují 3 až 5 a vyšší násobky zisku oproti úrokům. Krajiní hodnota 1 by znamenala, že na pokrytí ceny za vypůjčený kapitál je potřeba celého zisku a na vlastníky již nic nezbyde.

$$= \text{EBIT} / \text{nákladové úroky}$$

⁵ Sedláček, J. *Finanční analýza podniku*. Vydání první. Brno : Computer Press, 2007, s. 66.

1.5.2.6 Ukazatele finanční stability a vybraná bilanční pravidla

❖ Zlaté bilanční pravidlo financování

Pravidlo doporučuje, aby pro krytí dlouhodobého majetku podnik zajistil dlouhodobý kapitál a krátkodobý majetek financoval kapitálem krátkodobým. Krátkodobým majetkem však nejsou myšlena oběžná aktiva tak, jak je zachycuje rozvaha (a to i když odmyslíme českou uzanci zahrnovat do oběžných aktiv dlouhodobé pohledávky), nýbrž tak, jak se v podniku reálně vyskytují. Je totiž možné identifikovat trvalou část oběžného majetku, jež lze považovat za majetek dlouhodobý. Jeho financování krátkodobým kapitálem by mohlo vyvolat finanční obtíže v důsledku rozličného časového horizontu transformace tohoto dlouhodobého majetku na peněžní prostředky a splatnosti kapitálu užitého na jeho krytí. A naopak využívání relativně dražších dlouhodobých zdrojů na financování krátkodobého majetku, jež by bylo stabilním modelem financování, vyvolává zbytečné neefektivnosti. Výhodu krátkodobého dluhu oproti dlouhodobému však netvoří pouze skutečnost, že je pro podnik obvykle levnější. Rovněž představuje snáze získatelný zdroj financování (banky nepožadují takové záruky jako u dlouhodobě poskytovaných úvěrů, apod.) a také rychleji dostupný (proces, na jehož konci podnik disponuje patřičnými finančními prostředky, trvá kratší dobu).

$$= (VK + \text{dlouhodobé dluhy}) / \text{povahou dlouhodobý majetek}$$

❖ Zlaté pari pravidlo

Toto pravidlo požaduje financování dlouhodobého majetku pouze vlastním kapitálem, což se zdá být velmi opatrný a ve svém důsledku konzervativní přístup. Jedná se o určitou modifikaci zlatého bilančního pravidla.

$$= VK / \text{stálá aktiva}$$

❖ Zlaté finanční pravidlo vyrovnání rizika

Doporučení spočívá v dosažení vyrovnaného poměru mezi vlastním a cizím kapitálem, tedy 1:1. V modifikaci by vlastní zdroje měly dokonce převyšovat zdroje cizí. Praktické využití se však zdá být omezené, neboť každý podnik disponuje odlišnou strukturou majetku, odlišným ziskovým potenciálem, nestejnými možnostmi přístupu k cizímu kapitálu atd. Využití působení finanční páky může pak v daném případě být vyšší

či nižší, než by vyplývalo z 50% či nižší míry zadlužení. Mnoho dalších faktorů působí na aktuálně optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, jenž nelze arbitrárně stanovit pro různě velké a různě ekonomicky silné podniky působící v různorodých oborech podnikání. Konstrukcí pravidlo odpovídá ukazateli finanční samostatnosti.

$$= VK / dluhy$$

❖ **Pravidla 1:1 a 2:1**

Tyto pravidla představují jen jiné označení pro pohotovou (1:1) a běžnou likviditu (2:1). Podle nich by hodnota pohotové likvidity měla činit 1,0 a běžná likvidita dosahovat hodnoty 2,0.

1.5.2.7 Ukazatele na bázi peněžních toků

Sledování ukazatelů, které v čitateli, jmenovateli či obojím pracují s peněžními toky, vychází z potřeby, že cíl podnikání nelze stanovit pouze jako dosahování zisku, nýbrž pro růst tržní hodnoty podniku je zapotřebí, aby generoval dostatečné peněžní toky, a to jak pro pokrytí nároků věřitelů, tak i uspokojení požadavků kladených vlastníky. Výhodu cash flow oproti zisku dále tvoří skutečnost, že není ovlivněné některými i účelově užívanými účetními postupy a rovněž není tak citlivé na inflační vývoj.

❖ **Cash rentabilita vlastního kapitálu**

$$= \check{CPT} / [(VK_0 + VK_1) / 2],$$

kde $\check{CPT}$ představuje čistý peněžní tok z provozní činnosti. Ukazatel má využití při posuzování, jakou část odnímatelného zisku by pokrýval čistý provozní tok. Ten, pokud je vyšší než zisk po zdanění, naznačuje, že existuje prostor pro výplatu dividend, podílů na zisku či jiných výdajů plynoucích z rozdělení zisku, neboť cash rentabilita v takovém případě převyšuje „klasickou“ rentabilitu vlastního kapitálu.

❖ **Cash likvidita**

$$= \check{CPT} / \text{provozní krátkodobé závazky}$$

Ukazatel vyjadřuje míru, s jakou přebytek peněžních prostředků v podobě čistého peněžního toku z provozní činnosti kryje splatné závazky v příštím období. Proto se v ukazateli neuvažuje s průměrným stavem závazků, přestože se poměřuje toková veličina

se stavovou. Důležité je, že se jedná o provozní závazky, tedy nezahrnují se bankovní úvěry a jiné formy půjček např. od ovládající osoby. Stanovení prahové hodnoty se zdá značně obtížné a vyžaduje zkušenosti finančního analytika. Pokud by ČPT zůstal beze změny, lze uvažovat o prahové hodnotě 1.

❖ **Doba splácení čistých dluhů peněžními toky**

$$= [(Čisté dluhy_0 + Čisté dluhy_1) / 2] / ČPT$$

Jde o modifikaci ukazatele solventnosti, který lze opět konstruovat jako dobu splácení či krytí čistých dluhů peněžními toky. Dříve uvažovaný pomyslný peněžní tok, tvořený ziskem a odpisy, zde nahrazuje čistý peněžní tok z provozní činnosti.

❖ **Příjmy pro samofinancování**

$$= CF Netto / ČPT,$$

kde *CF Netto* představuje čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami. Pokud je hodnota ukazatele nižší než 1, znamená to, že ČPT byl generován na cash flow pozitivní změnou ve stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu – např. zvýšením krátkodobých závazků či snížením krátkodobých pohledávek z provozní činnosti. Naopak hodnoty vyšší než 1 poukazují na převahu samofinancování, především ziskem a odpisy.

❖ **Způsob financování investic**

$$= ČPT / pořizovací DHM$$

Ukazatel charakterizuje situaci, zda vytvořený čistý peněžní tok z provozní činnosti stačí na pokrytí investičních výdajů spojených se stálými aktivy. Jinými slovy popisuje stupeň samofinancování investic. Vyšší hodnota než 1 vytváří prostor pro alternativní využití volných finančních prostředků, např. na splátky, a naopak nižší hodnota znamená zapojení dříve vytvořených „rezerv“ či přistoupení k externímu financování.

❖ **Ukazatel typu reprodukce**

$$= \text{Pořízení DHM} / \text{odpisy}$$

Ukazatel zachycuje podíl výdajů spojených s nabytím stálých aktiv vůči výši odpisů. V bezinflačním prostředí by hodnota jedna stačila na prostou reprodukci, neboť snížení aktiv v důsledku odpisování by bylo plně kompenzováno obnovovacími investicemi. Při růstu podniku je ovšem zapotřebí reprodukce rozšířené, aby bylo možné rozšířit kapacitu výroby a obstarat další nutný inventář. Dvojnásobně to platí v běžné inflační ekonomice, kdy prostou reprodukci lze zajistit za vyšších pořizovacích nákladů.

Míru reprodukce je vhodné doplnit o ukazatel sledující stupeň odepsanosti dlouhodobého hmotného majetku porovnávající jeho zůstatkovou hodnotu s hodnotou brutto.

1.5.2.8 Naturální ukazatele

Konstrukce naturálních ukazatelů obohacuje hodnocení podniku založené čistě na finančních veličinách. Přispívá tak ke zvýšení vypovídací schopnosti analýzy a osvětluje další, finančně nevyjádřené vztahy. Nejobvyklejšími ukazateli bývají podíl objemu produkce vyjádřené v naturálních jednotkách a počtu zaměstnanců, podíl zmetkovitosti na výrobě, podíl bezchybně provedených dodávek atd. Sledování poměru objemu produkce a počtu zaměstnanců se rovněž stává základem pro hodnocení vývoje produktivity práce a je vhodné k porovnání s vývojem osobních nákladů.

1.5.3 Rozdílové metody

Jak již napovídá označení, podstata spočívá ve vypočtení rozdílu, kde za menšence a menšitele mohou být dosazovány různé hodnoty z účetních výkazů. I výsledek hospodaření či celkové cash flow podniku jsou de facto rozdílové ukazatele. Jejich konstrukce již však nepřipadá na finanční analytika, neboť je lze přímo vyčíst z účetních podkladů. A tak nejvýznamnějším představitelem zůstává *pracovní kapitál*. Z pohledu aktiv se vypočte následovně:

$$= \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé zdroje}$$

Za krátkodobé zdroje se považují všechny krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Od oběžných aktiv je vhodné odečíst výši dlouhodobých pohledávek, které se mezi ně v českém účetnictví řadí.

Na pracovní kapitál lze také nahlížet z pohledu pasivní strany bilance:

$$= \text{dlouhodobé zdroje} - \text{stálá aktiva}$$

Za dlouhodobé zdroje v podniku vystupuje především vlastní kapitál, dlouhodobé závazky a dlouhodobé bankovní úvěry. O výši dlouhodobých pohledávek je naopak vhodné stálá aktiva zvýšit.

Pracovní kapitál tak lze interpretovat jako výši dlouhodobých zdrojů podniku užívaných na financování oběžného majetku, neboli z pohledu aktiv se jedná o oběžný majetek krytý dlouhodobým kapitálem. Je na jedné straně měřítkem likvidity, neboť představuje možnost přeměnit majetek na peněžní prostředky bez nutnosti okamžité úhrady kapitálu užitého na jeho krytí, a na druhé straně měřítkem finanční stability, neboť svou výší napovídá o uplatňované strategii financování.

Ukazatel by měl nabývat kladných hodnot kvůli popisované trvalé části oběžného majetku a také proto, aby byl vytvořen určitý „finanční polštář“. Pokud pracovní kapitál dosahuje záporných hodnot, znamená to, že podnik financuje svůj dlouhodobý majetek krátkodobými zdroji. Hovoří se pak o *nekrytém dluhu*.

1.5.4 Analýza soustav ukazatelů

Jedná se o postup, jehož cíl spočívá v určení jediné kvantitativní charakteristiky, na základě které se učiní závěr o výhledu podniku do budoucna. Lze se setkat s bankrotními a bonitními modely užívající různé poměrové ukazatele vždy s přiřazením určitých vah v cílové rovnici. I když mezi těmito dvěma skupinami neexistuje striktní hranice, odlišují se především v účelu, pro něž byly konstruovány. Bankrotní modely se díky poznatku, že podnik nějaký čas před úpadkem vykazuje finanční analýzou pozorovatelné symptomy, snaží o predikci možného příchodu takových problémů. Na druhé straně smyslem bonitních modelů je diagnóza finančního zdraví a identifikace finančně spolehlivých obchodních partnerů. Je však nutné mít vždy na paměti omezení modelů, a to že byly stvořeny v určitém místě a čase, a tak se nemusí vždy hodit pro konkrétní podmínky.

1.5.5 Ekonomická přidaná hodnota – souhrnný ukazatel hospodaření

Obdobně jako soustavy ukazatelů vyjadřuje ekonomická přidaná hodnota⁶ reprezentovaná jednou kvantitativní charakteristikou v jistém smyslu situaci podniku. Tím však jakékoli porovnání končí. EVA vypovídá o tom, zda podnik hospodařil dobře a vytvářel tak hodnotu pro vlastníky, anebo hospodařil s ekonomickou ztrátou a hodnotu ničil. Její využití je značně široké – od využití při finanční analýze, přes oceňování podniků až po nástroj komunikace mezi vlastníky a managementem a jeho hmotné zainteresovanosti. K tvorbě hodnoty dochází, pokud podnik vyprodukuje dostatečně velký zisk, aby pokryl nejen explicitně placené náklady kapitálu, ale aby stačil i na kompenzaci nákladů vlastního kapitálu. V opačném případě EVA činí zápornou hodnotu. Je omylem domnívat se, že vlastní kapitál „nic nestojí“. Vlastníci totiž investicí do podniku přicházejí o možnost alternativního investování a ušlý výnos představuje jejich oportunitní náklad. Vyčíslení EVA v čase t zachycují následující vzorce⁷.

- vzorec nákladů na kapitál: $= NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$
- vzorec hodnotového rozpětí: $= (NOPAT_t / NOA_{t-1} - WACC) * NOA_{t-1}$

Jak je patrné ze vzorce, model EVA stojí na třech základních veličinách, o kterých pojednávají podkapitoly níže – čistá operační aktiva (NOA), čistý operační zisk po dani (NOPAT) a průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

1.5.5.1 Stanovení čistých operačních aktiv

Čistá operační aktiva⁸ představují majetek, který podniku slouží k jeho hlavní podnikatelské činnosti a na jehož krytí je užito úročených zdrojů. Je však evidentní, že taková veličina se v účetní rozvaze nenachází. Proto bude nutné přistoupit k transformaci účetního modelu na ekonomický, lépe postihující povahu a stav majetku. Mezi hlavní typy úprav patří:

- 1) Postihnout veškerý majetek užívaný k hlavní podnikatelské činnosti, tzn. zahrnout i takový, který není v účetní rozvaze zobrazen, ale na tvorbě hodnoty se podílí.

⁶ Dále jen EVA podle anglického ekvivalentu Economic Value Added – EVA® je registrovanou obchodní známkou společnosti Stern Stewart & Co.

⁷ Mařík, M., aj. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2011, s. 285.

⁸ Dále jen NOA podle anglického ekvivalentu Net Operating Assets.

- 2) Upravit výši ocenění u položek aktiv, u nichž účetní ocenění nedostatečně reflektuje jejich hodnotu, resp. potenciálně z nich plynoucí budoucí užitek.
- 3) Vyloučit z aktiv takový majetek, jenž nepřispívá k tvorbě hodnoty, resp. majetek nesouvisející s hlavním podnikatelským zaměřením.

Pro zachování bilanční rovnosti samozřejmě spolu s úpravami aktivní strany rozvahy dochází ke změnám na straně pasiv, a to buď zahrnutím dodatečného závazku, anebo úpravou vlastního kapitálu ve formě tzv. *ekvivalentů vlastního kapitálu* v ostatních případech.

- 4) Poslední krok spočívá v odečtení néúročeného cizího kapitálu tak, aby upravená rozvaha obsahovala aktiva užívaná k hlavní podnikatelské činnosti krytá jen kapitálem vyžadující úrok⁹. Od operačních aktiv se tedy dostáváme k označení *čistá operační aktiva*.

Popis konkrétních úprav s náležitým vysvětlením obsahuje analytická část. Zde jen na příkladu zachycování leasingu podle českých účetních předpisů se vysvětlí nutnost provedení úprav rozvahy. Dochází totiž k opouštění principu „obsah nad formou“ a majetek pořizovaný na finanční leasing se v rozvaze nájemce nevyskytuje, ač ekonomickým vlastníkem a uživatelem je právě nájemce. Tuto asymetrii je třeba zohlednit při transformaci na ekonomický model respektující pohled vlastníka. Nejenže na jedné straně chybí majetek, jehož prostřednictvím je dosahováno čistého operačního zisku, na straně druhé dochází i ke zkreslení pohledu na závazky podniku. Závazky z titulu leasingových smluv se pouze zmiňují v části přílohy, tedy mimo rozvahu, která by měla být hlavním informačním zdrojem o finanční situaci účetní jednotky. V konečném důsledku se podnik jeví jako více výkonný, neboť čistého operačního zisku je dosahováno zdánlivě s menším objemem majetku, jakož i méně zadlužený, a tím méně rizikový po finanční stránce.

⁹ Za kapitál požadující úrok se považuje úročený cizí kapitál (explicitně úročený) a vlastní kapitál, kde úroky představují ekonomický náklad vlastníků v podobě tzv. nákladů ušlé příležitosti nebo též oportunitních nákladů (implicitně úročený).

1.5.5.2 Stanovení čistého operačního zisku po dani

Čistý operační zisk po dani¹⁰ představuje takový výsledek hospodaření, kterého bylo dosaženo prostřednictvím NOA. Nejedná se tedy přímo o provozní či jinou úroveň výsledku hospodaření vyskytující se ve výkazu zisku a ztráty, nýbrž jde o speciální veličinu užívanou v konceptu EVA. V praxi to znamená provedení nezbytných úprav pro dosažení symetrie mezi NOA a jimi generovaným NOPAT. Základní druhy úprav lze klasifikovat takto:

- 1) Vyloučit výnosy (-) a náklady (+) nesouvisející s hlavním provozem podniku, resp. výnosy a náklady generované jinými aktivy než NOA.
- 2) Vyloučit výnosy (-) a náklady (+), které svou povahou představují jednorázové a pravidelně se neopakující vlivy na výsledek hospodaření.
- 3) V rámci NOPAT neodpočítávat náklady na cizí kapitál, aby bylo dosaženo zisku disponibilního jak vlastníkům, tak úročeným věřitelům.
- 4) Od operačního zisku odečíst hypotetickou výši daně, neboť NOPAT představuje zisk po dani.

Další konkrétní úpravy závisí na zvoleném postupu, a to jaká úroveň zisku je vybrána za výchozí. I když není vyloučeno vycházet např. z výsledku hospodaření za běžnou činnost, spíše se doporučuje postupovat od provozního výsledku, neboť takový postup většinou vede k menšímu počtu navazujících úprav. Při správném postupu však konečná výše nezávisí na výchozím bodu. Jde jen o praktickou stránku věci, oba postupy musí dospět ke shodnému NOPAT.

1.5.5.3 Stanovení nákladů kapitálu

Třetí veličinou potřebnou k výpočtu ekonomické přidané hodnoty jsou náklady kapitálu. Z hlediska teoretického nečiní potíže stanovit *náklady cizího kapitálu*, v praxi to ale nemusí být tak zcela jednoduché. Je totiž zapotřebí znát náklady jednotlivých druhů užívaného cizího kapitálu včetně případně nově shledaného leasingového kapitálu, a to v každém minulém roce. Analytik tedy potřebuje značný rozsah informací, které bez interních zdrojů nelze zjistit. Pro odhad úrokového zatížení plynoucího z bankovních úvěrů může být alternativně použit vztah *nákladové úroky / bankovní úvěry*. I přes užití

¹⁰ Dále jen NOPAT podle anglického ekvivalentu Net Operating Profit After Tax.

průměrného stavu bankovních úvěrů na počátku a na konci období se jedná o značně nepřesný postup. Vhodnější je zjistit obvyklou výši úrokových měr na úvěrovém trhu a z té odvodit pravděpodobnou výši úrokové míry úvěru poskytnutého podniku s ohledem na jeho bonitu, délku a formu splácení úvěru, zástavy atd. V případě stanovování nákladů leasingu se v podstatě jedná o jediný možný postup. Bez podrobných informací totiž lze stanovit implicitní leasingové procento¹¹, jak doporučuje odborná literatura, jen velmi obtížně.

Vyčíslení nákladů vlastního kapitálu je ještě problematičtější, neboť pro jejich stanovení existuje i v teorii vícero postupů s různou mírou přesnosti, jinou obsahovou náplní a zákonitě vždy dospívající k odlišným, někdy značně, výsledkům. Nejrozšířenější přístup v praxi představuje model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Další možnosti tvoří dividendový model, využití průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví či odvození nákladů vlastního kapitálu přírážkou k nákladům cizího kapitálu.¹²

V analytické části bude ovšem využito komplexní stavebnicové metody. Stanovení nákladů vlastního kapitálu probíhá pomocí mnoha dílčích rizikových přírážek k bezrizikové výnosnosti. Její nespornou výhodou je, že zohledňuje investorovu averzi k riziku (při vyšších stupních rizika roste požadovaná výnosnost rychleji), jakož i že zajišťuje vysokou transparentnost postupu. Ten lze shrnout do těchto kroků:

- a) stanovení bezrizikové výnosnosti a hranice maximálních nákladů kapitálu;
- b) konstrukce dílčích rizikových faktorů, případné přiřazení vah a určení bodovací škály (0 – zcela bez rizika, 1 – nízké riziko, atd.);
- c) ohodnocení stupně rizika jednotlivých faktorů;
- d) převod stupně rizika na dílčí rizikové přírážky a vyčíslení nákladů kapitálu.

Výsledné náklady vlastního kapitálu plynoucí z této metody reflektují jak nediverzifikovatelné, systematické riziko, tak i riziko specifické. Chybou by bylo, ve snaze „zpřesnit“ výsledný odhad, využít průměru s výslednými hodnotami z modelu CAPM, neboť zde náklady vlastního kapitálu reflektují jen riziko systematické.

¹¹ Mařík, M., aj. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. I. vydání. Praha : Ekopress, 2011, s. 85.

¹² Mařík, M., aj. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2011, s. 252, 253.

Konečné průměrné náklady kapitálu se stanoví takto¹³:

$$= n_{ck} * (1 - d) * CK / K + n_{vk(z)} * VK / K,$$

kde n_{ck} představuje náklady cizího kapitálu, $n_{vk(z)}$ náklady vlastního kapitálu při dané míře zadlužení, CK hodnotu úročeného cizího kapitálu, VK hodnotu vlastního kapitálu, K celkový investovaný kapitál a d sazbu daně ze zisku platnou pro daný subjekt.

❖ Výhody a nevýhody modelu EVA

Využívání ukazatele EVA s sebou přináší některé nesporné výhody. Mezi ně patří jeho široké uplatnění – při finanční analýze; pro účely oceňování podniku, kdy není zapotřebí vycházet z prognózy diskontovaných volných peněžních toků, přesto EVA, zakládající se na aktuálních veličinách, podává stejné výsledky; a konečně slouží i jako nástroj komunikace mezi vlastníky a managementem společnosti, na kterém lze stavět systém hmotné zainteresovanosti. Dále jako ukazatel finanční analýzy překonává nedostatky tradičních ukazatelů rentability, neboť zohledňuje hodnotu peněz v čase a zejména riziko investorů. Velice významná charakteristika také spočívá ve skutečnosti, že „ukazatel EVA je samostatně využitelným kritériem pro hodnocení výkonnosti, nepotřebuje srovnávací standard, jako je tomu u ukazatelů rentability“¹⁴. To znamená, že již na základě samotné výše EVA lze učinit závěr, zda daná společnost hospodařila dobře a vytvářela hodnotu pro investory, či naopak.

Ačkoli model EVA při oceňování podniku poskytuje ekvivalentní výsledky jako model diskontovaných peněžních toků, nelze oproti němu budoucí hodnoty EVA nijak využít pro přípravy např. rozpočtů peněžních prostředků. Jiné omezení je možné spatřovat v tom, že výsledky různých autorů se mohou lišit v důsledku odlišných úprav účetního modelu. To ovšem nepředstavuje výtku proti samotnému konceptu EVA.

¹³ Mařík, M., aj. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2011, s. 207.

¹⁴ Pavelková, D., Knápková, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vydání. Praha : Linde Praha, 2012, s. 173.

2 Charakteristika Společnosti

2.1 Základní údaje¹⁵

Obchodní firma: Choceňská mlékárna s.r.o.

Sídlo: Choceň, Kollárova 481, okres Ústí nad Orlicí, PSČ 565 01

Identifikační číslo: 455 35 469

Předmět podnikání:

- Obchodní činnost, zprostředkovatelské a obstaravatelské služby včetně poradenství
- Výroba mléčných výrobků

Společníci:

- Zemědělsko obchodní družstvo Zálší; Zálší čp. 58, PSČ 565 01; IČ: 001 31 725
Vklad: 1 050 000,- Kč
Splaceno: 100 %
Obchodní podíl: 15 %
- ACCOM holding s.r.o.; Praha 5, Na pláni 41, PSČ 150 00; IČ: 442 65 191
Vklad: 5 950 000,- Kč
Splaceno: 100 %
Obchodní podíl: 85 %

2.2 Účetní výkazy

K dispozici jsou auditované účetní závěrky Společnosti sestavené podle českých účetních předpisů. Společnost příkladně plní zveřejňovací povinnost uloženou zákonem o účetnictví. Navíc lze účetní závěrky, jakož i významné dokumenty (notářské zápisy, podpisové vzory) nalézt přímo na podnikovém webu <http://www.chocenskamlekarna.cz/>.

2.3 Historie

Společnost byla založena podpisem společenské smlouvy dne 13. 1. 1992, na jejímž základě vznikla zápisem do obchodního rejstříku 5. 2. téhož roku. Od počátku své existence Společnost funguje v právní formě společnosti s ručením omezeným, ovšem

¹⁵ Zdroj: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a395690&typ=actual&klic=fjd22q>.

v minulosti pod odlišnou obchodní firmou. Až do okamžiku změny společenské smlouvy 4. 6. 2003 a jejího zveřejnění o měsíc později Společnost vystupuje jako ZAMILK spol. s r.o. Od té doby již používá obchodní firmu uvedenou výše.

Změnami procházela i vlastnická struktura. Zpočátku se jednalo o společnost dvou fyzických osob. Brzy však přistoupilo i Zemědělské družstvo Zálší, které dodnes ve Společnosti figuruje. Nejaktuálnější a nejzásadnější změnou bylo 14. 1. 2009 ustanovení podílů většinového vlastníka, a sice ACCOM holding s.r.o. vlastníciho 85% podíl, a Zemědělského obchodního družstva Zálší držícího zbylých 15%. S tím, jak Společnost rostla a jak přistupovali noví vlastníci, souvisí i vzrůstající objem základního kapitálu. Uvedené shrnuje tabulka níže.

Tabulka 1 – Vývoj velikosti a struktury základního kapitálu

Datum	5. 2. 1992	8. 12. 1992	20. 5. 1999	6. 3. 2003	4. 7. 2003	14. 1. 2009
Obchodní firma	ZAMILK spol. s r.o.				Choceňská mlékárna s.r.o.	
Výše ZK (tis. Kč)	100	340	1 000	7 000		
Společníci	Petr Marek	Petr Marek	Petr Marek	Petr Marek	Petr Marek	-
	Ludmila Brunclíková	Ludmila Brunclíková	Ludmila Brunclíková	-	-	-
	-	ZD Zálší ¹⁶	ZOD Zálší	ZOD Zálší	ZOD Zálší	ZOD Zálší
	-	-	-	ACCOM	ACCOM ¹⁷	ACCOM holding
Obchodní podíl v pořadí společníků (%)	50 <i>ku</i> 50	14,7 <i>ku</i> 14,7 <i>ku</i> 70,6	15 <i>ku</i> 15 <i>ku</i> 70	4,3 <i>ku</i> 15 <i>ku</i> 80,7	30 <i>ku</i> 15 <i>ku</i> 55	15 <i>ku</i> 85

Zdroj: eJustice [online]; vlastní zpracování

2.4 Začlenění v koncernu

Jak bylo výše uvedeno, Společnost spadá pod většinového vlastníka, jenž je právnickou osobou, čímž vzniká prostor pro začlenění do koncernu¹⁸. Tato skutečnost je z hlediska náhledu na Společnost zcela zásadní, neboť jí poskytuje nesporné výhody a do určité míry bude jistě předurčovat její budoucí vývoj. Možné výhody lze spatřovat např.

¹⁶ 26. 2. 1997 došlo ke změně na Zemědělsko obchodní družstvo Zálší.

¹⁷ 17. 8. 2004 došlo ke změně na ACCOM holding s.r.o.

¹⁸ Přesné vymezení ovládnutí a koncernu ve smyslu české legislativy poskytuje od 1. 1. 2014 účinný zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech v Dílu 9: Podnikatelská seskupení.

v usnadnění přístupu k finančním prostředkům, v kvalitním strategickém vedení, v otevření nových distribučních kanálů pro produkty Společnosti, apod.

Koncern zastřešený holdingovou centrálou ACCOM holding má tři úrovně:

- výrobní podniky
- obchodně distribuční podniky
- servisní podniky.

Mezi výrobní závody patří analyzovaná Společnost a Bohušovická mlékárna, a.s. Druhou skupinu tvoří ACCOM Czech, a.s. a ACCOM Gastro s.r.o. Koncern se neomezuje na distribuci jen do obchodních řetězců, ale orientuje se i na „gastro trh“, hostinství. Sesterskou společností z hlediska koncernu je ACCOM Slovakia s.r.o., jež umožňuje distribuci na slovenský trh a bude v budoucnu tvořit spojovací článek na trh maďarský. Koncern zahrnuje rovněž podniky ACCOM USA, INC. a Akkom Russia. Ve třetí úrovni se nachází ACCOM Management group s.r.o., poskytující finanční a manažerské služby, a Stáj ACCOM Praha, jež provádí marketingovou činnost.

ACCOM holding se tak stává mateřskou společností a při naplnění kritérií daných zákonem o účetnictví¹⁹ se rovněž stává konsolidující jednotkou. Využití konsolidovaných účetních výkazů pro jakoukoli analytickou činnost se však jeví jako značně omezené skutečností, že veřejně dostupné jsou dokumenty pouze za roky 2007, 2011 a 2012.

2.5 Produktové portfolio

Již název Společnosti naznačuje spojení s výrobou mléčných produktů, s nimiž je nadále obchodováno. Společnost se profiluje zejména v segmentu pomazánkových másel, smetanových pomazánek, smetanových jogurtů a tvarohů. Do určité míry lze produkci charakterizovat pomocí klasifikace užívané pro ochranné známky, pro něž má Společnost registrovaná práva. Celkem se jedná o šest platných ochranných známek, jež lze nalézt s podrobnějšími informacemi v příloze, s nejvyšší četností ochrany pro třídu výrobků a služeb 29²⁰. Výroba ovšem probíhá i pro privátní značky některých maloobchodních řetězců.

¹⁹ Základní ustanovení týkající se konsolidace obsahuje zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, § 22, 22a, 22b.

²⁰ Jedná se o mezinárodní třídící systém podle Niceské dohody. Třída 29 zahrnuje mléko a mlékárenské výrobky všeho druhu, zejména jogurty, pravá a umělá másla, pomazánková másla, smetanové pomazánky, tvarohy, sýry, kysané mléčné výrobky, mléčné nápoje.

V roce 2008 Společnost splnila požadavky na certifikaci systému kvality IFS (International Food Standard) v nejvyšším stupni (Higher level). Ten představuje celosvětově uznávanou a většinou obchodních řetězců akceptovanou záruku kvalitní a bezpečné výroby. Standard rovněž nahrazuje a rozšiřuje obdržanou certifikaci jakosti do té doby (BRC, ISO 9001, HACCP, DS 3027). Výrobky Společnosti také od poloviny roku 2003 nesou označení KLASA udílené Ministerstvem zemědělství pro kvalitní tuzemské potravinářské a zemědělské výrobky.

2.6 Budoucí směr vývoje

Společnost deklaruje, že bude i nadále zachovávat tradiční a poctivý způsob výroby. Dále bude usilovat, aby se stala leadrem na trhu pomazánkových másel. Co se strategického vývoje týče, ten bude zajisté určovat mateřská společnost. Výroční zpráva Společnosti v tomto ohledu neposkytuje bližší informace.

Skupina má dlouhodobě záměry rozšiřovat svou distribuci v dalších zemích mimo český trh, i když v poslední době dochází spíše k poklesu exportu, neboť na Slovensku a v Polsku v roce 2012 došlo ke stagnaci odběru a v roce 2011 byl zcela ukončen export do Ruska pro pokračující neúspěchy. Přesto má Společnost podle interních informací v plánu oživit distribuci do Ruska, patrně kvůli dříve vynaloženým prostředkům do přípravy exportu, a uvažuje se i o Řecku. V kontextu současných událostí na východě Evropy však bude jistě nutné další přehodnocení. Dále probíhají odběry do Maďarska a v malém objemu nepřímo přes zprostředkovatele do Polska. Nejvýznamnější zahraniční trh však z pohledu Společnosti dlouhodobě představuje Slovensko, kde je dosahováno relativně stabilní výše tržeb a do budoucna se zde plánuje jejich 10% navýšení v horizontu 2 až 3 let.

Společnost v oblasti výzkumu a vývoje nevykonává žádnou významnou činnost.

3 Finanční analýza Společnosti

3.1 Analýza účetních výkazů

3.1.1 Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza je v této práci zařazena před analýzu horizontální, a to z toho důvodu, že nejprve se odhalí položky rozvahy z hlediska podílu na bilanční sumě významné a teprve ty budou podrobeny bližšímu zkoumání jejich meziročních změn. Tabulky níže uvedené již pracují s určitým stupněm materiality kvůli úspoře místa a vyšší přehlednosti. Neredukovanou podobu spolu s grafickým znázorněním lze nalézt v příloze. Hladina významnosti byla stanovena na 2% z bilanční sumy, pakliže se nejedná o některý ze součtových řádků rozvahy označovaných písmenem a římskou číslicí. Nula procent značí velmi nízkou hodnotu, nikoli nulovou hodnotu představovanou pomlčkou.

Tabulka 2 – Vertikální analýza aktiv

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
B.	Dlouhodobý majetek	48,6%	47,7%	46,4%	47,8%	47,4%	47,2%	43,5%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-	-	-	-
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	48,6%	47,7%	46,4%	47,8%	47,4%	47,2%	42,3%
<i>B. II. 1</i>	<i>Pozemky</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	1,7%	1,5%
<i>B. II. 2</i>	<i>Stavby</i>	33,2%	32,8%	30,9%	31,7%	33,0%	28,1%	23,1%
<i>B. II. 3</i>	<i>Samostatné movité věci a soubory movitých věcí</i>	12,6%	12,5%	12,7%	13,7%	11,4%	10,1%	10,9%
<i>B. II. 7</i>	<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek</i>	0,5%	0,2%	0,6%	0,1%	0,7%	7,3%	6,8%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	1,3%
C.	Oběžná aktiva	51,2%	52,2%	53,5%	52,2%	52,5%	52,7%	56,2%
C. I.	Zásoby	8,8%	9,6%	8,1%	8,4%	9,0%	8,6%	7,9%
<i>C. I. 1</i>	<i>Materiál</i>	4,3%	5,6%	5,0%	4,2%	4,1%	4,6%	4,1%
<i>C. I. 3</i>	<i>Výrobky</i>	2,5%	3,0%	1,9%	3,2%	4,1%	3,3%	2,8%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	-	-	-	-	-	-	2,3%
C. III.	Krátkodobé pohledávky	42,0%	42,3%	44,6%	43,1%	43,3%	38,3%	45,8%
<i>C. III. 1</i>	<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	38,1%	40,6%	42,6%	40,8%	40,0%	35,4%	40,4%
<i>C. III. 6</i>	<i>Stát - daňové pohledávky</i>	2,0%	1,1%	1,2%	1,8%	2,8%	2,5%	3,3%
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	0,3%	0,3%	0,8%	0,8%	0,3%	5,8%	0,2%
<i>C. IV. 2</i>	<i>Účty v bankách</i>	0,1%	0,1%	0,5%	0,4%	0,2%	5,7%	0,2%
D. I.	Časové rozlišení	0,3%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Relace mezi dlouhodobým majetkem a oběžnými aktivy se jeví jako stabilní s mírnou převahou podílu majetku oběžného, která se v roce 2013 stává zřetelnější. Časové rozlišení aktivní představuje naprosto marginální část. Při bližším pohledu na dlouhodobý majetek si lze povšimnout, že Společnost nedisponuje žádným nehmotným majetkem, který by mohl být podle českých účetních předpisů zachycen v rozvaze²¹, stejně tak v letech 2011 a 2012 nedisponuje žádným finančním majetkem. V rámci hmotného majetku stěžejní položky tvoří stavby, představující zhruba třetinu celkových aktiv vyjma posledních dvou analyzovaných let, kdy jejich podíl klesá až k 23%, a samostatné movité věci. Není to nic překvapujícího, neboť se jedná o budovy, kde probíhá hlavní výdělečná činnost, tedy výroba, a výrobní stroje a zařízení, technologické linky. Za povšimnutí jistě stojí i značný nárůst podílu nedokončeného hmotného majetku, okolo 7%, z důvodu počátku výstavby centrálního expedičního skladu ve 3. Q 2012. Výstavba pokračovala i v roce 2013.

Jak dokládá tabulka níže, více než 80% oběžných aktiv, kromě roku 2012, je tvořeno krátkodobými pohledávkami, a to zejména pohledávkami z obchodních vztahů. Proto bude velmi zajímavé se v dalších částech analýzy věnovat obchodně-odběratelským vztahům pro jejich významnost.

Tabulka 3 – Podíl krátkodobých pohledávek

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl kr. pohledávek na oběžných aktivech	82,1%	81,1%	83,3%	82,5%	82,4%	72,8%	81,5%
- z toho Z obchodních vztahů	74,4%	77,9%	79,5%	78,3%	76,2%	67,2%	71,9%
- z toho Stát - daňové pohledávky	3,9%	2,1%	2,3%	3,5%	5,3%	4,8%	6,0%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Objem zásob naproti tomu nepředstavuje ani jednu desetinu bilanční sumy. Skutečnost lze chápat jako pozitivní, neboť Společnost není zbytečně předzásobena vstupními surovinami, zejména syrovým kravským mlékem a smetanou, rovněž tak nevyrábí jen „na sklad“. Do určité míry tento fakt je dán samozřejmě i trvanlivostí jak vstupních surovin, tak hotových výrobků. V roce 2012 dochází k výraznému vzrůstu podílu finančních prostředků. Bude vhodné zjistit, zda se jedná i o absolutní přírůstek, nejspíše ano, a důvod takového vývoje.

²¹ Přesněji řečeno nedisponuje takovým nehmotným majetkem, jehož brutto hodnota by byla vyšší než oprávky k němu vytvořené.

Tabulka 4 – Vertikální analýza pasiv

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	PASIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
A.	Vlastní kapitál	16,2%	16,3%	26,9%	25,0%	27,9%	36,2%	35,2%
A. I.	Základní kapitál	3,8%	3,9%	3,8%	3,7%	3,9%	3,4%	2,9%
A. II.	Kapitálové fondy	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,4%	2,1%	1,8%
A. III.	Rezervní fondy	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	1,0%	0,9%	0,7%
A. IV.	VHML	5,1%	5,4%	9,0%	16,1%	19,0%	18,0%	25,8%
A. V.	VHBO	3,9%	3,7%	10,8%	2,0%	1,5%	11,8%	3,9%
B.	Cizí zdroje	83,8%	83,7%	68,8%	71,6%	70,4%	63,0%	63,8%
B. I.	Rezervy	-	0,6%	1,1%	-	0,3%	1,6%	1,2%
B. II.	Dlouhodobé závazky	-	-	-	0,3%	0,3%	0,1%	-
B. III.	Krátkodobé závazky	45,4%	50,2%	40,1%	47,2%	47,5%	42,6%	43,0%
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	42,0%	45,6%	37,0%	45,3%	42,8%	38,7%	38,8%
B. III. 2	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	-	-	-	-	2,8%	-	1,7%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	38,4%	32,9%	27,5%	24,1%	22,3%	18,8%	19,5%
B. IV. 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	17,4%	11,9%	8,0%	5,2%	2,7%	7,7%	8,2%
B. IV. 2	Krátkodobé bankovní úvěry	21,0%	21,0%	19,6%	18,9%	19,7%	11,0%	11,3%
C. I.	Časové rozlišení	-	-	4,3%	3,5%	1,8%	0,8%	1,0%
C. I. 1	Výdaje příštích období	-	-	4,3%	3,5%	1,8%	0,8%	1,0%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Při pohledu na procentní rozbor pasivní strany bilance zaujme extrémní zadlužení v prvních dvou analyzovaných letech. Například v roce 2007 pouhých 16,2% představoval vlastní kapitál, 66,4% krátkodobé závazky a úvěry a 17,4 dlouhodobé bankovní úvěry. Tento stav je korigován v roce 2009 v důsledku značně vyššího podílu výsledku hospodaření běžného účetního období, jakož patrně i kumulací nerozdělených zisků minulých let. V letech 2010 a 2011 však opět dochází k mírnému růstu podílu cizích zdrojů na úkor vlastního kapitálu, až v roce 2012 vlastní kapitál překročí podíl jedné třetiny na kapitálu celkovém. Zapříčiněno je to díky dosud nejvyššímu zaznamenanému podílu dosaženého zisku a podílu kumulovaných výdělků. Základní kapitál spolu s kapitálovými a rezervními fondy totiž dohromady tvoří cca jen 7% kapitálu. Obdobný podíl vlastního kapitálu setrvává i v roce 2013. Zdá se, že využití finanční páky působící na dosahovanou rentabilitu vlastního kapitálu bude velmi značné.

Cizí zdroje jsou z více než poloviny tvořeny závazky z obchodních vztahů. Sečtou-li se krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry, dá se zjistit, že cizí zdroje Společnosti představují převážně právě zdroje krátkodobé. Uvedené dokumentuje tabulka níže.

Tabulka 5 – Podíl krátkodobých cizích zdrojů

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl kr. cizího kapitálu na cizích zdrojích	79,2%	85,1%	86,8%	92,4%	95,5%	85,1%	85,2%
- z toho Krátkodobé závazky	54,2%	60,0%	58,4%	66,0%	67,5%	67,6%	67,5%
- z toho Krátkodobé bankovní úvěry	25,0%	25,1%	28,4%	26,4%	28,0%	17,5%	17,7%
Podíl kr. cizího kapitálu na celkovém kapitálu	66,4%	71,2%	59,7%	66,1%	67,2%	53,6%	54,3%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Konkrétně jejich stále narůstající podíl tvoří od 79,2 do 95,5% cizích zdrojů, až opětovným nárůstem dlouhodobých bankovních úvěrů klesá tento podíl na úroveň 85,1%. V posledním analyzovaném roce je poměr zachován přibližně na úrovni předešlého roku, přestože dlouhodobé bankovní úvěry se dále zvýšily. Z posledního řádku tabulky lze vyčíst, že krátkodobé cizí zdroje představují přibližně dvě třetiny veškerého kapitálu, jenž Společnost využívá. Až v letech 2012 a 2013 je zastoupení krátkodobých zdrojů nižší. Uvedené skutečnosti spolu s faktem velmi vysokého stupně zadlužení vyvolávají obavy ohledně míry podstupovaného finančního rizika. Za pozornost v tomto směru bude v dalších částech analýzy stát vývoj ukazatelů jako pracovní kapitál či krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem.

Podíl bankovních úvěrů ve sledovaném období klesá. Zejména klesá podíl dlouhodobých úvěrů, v roce 2011 již pod 3%, avšak v následujících letech dochází k opětovnému navýšení jejich podílu. Na druhé straně krátkodobé úvěry se téměř stabilně pohybují okolo 20%, až v roce 2012 je zaznamenán téměř poloviční úbytek na hodnotu 11%, kde se udrží i následující rok.

Pasivní časové rozlišení, které se v roce 2009 a 2010 vcelku významně podílí na krytí majetku Společnosti, pochází z titulu neuhrazených obchodních (bonusy, letáky) a provozních nákladů (převážně energie). Nulová hodnota před rokem 2009 vychází z faktu, že se tyto závazky vykazovaly, patrně ne úplně správně, mezi krátkodobými dohadnými účty pasivními.

3.1.2 Horizontální analýza rozvahy

Konstrukce níže provedené analýzy spočívá ve zjištění a vyhodnocení meziročních procentuálních změn. Jedná se tedy o klouzavou změnu vždy oproti předcházejícímu roku. Úplnou podobu horizontální analýzy spolu s údaji o absolutních změnách v jednotlivých položkách rozvahy obsahuje příloha.

Tabulka 6 – Horizontální analýza aktiv

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
	AKTIVA CELKEM	-0,9%	1,0%	4,0%	-5,2%	14,4%	15,7%
B.	Dlouhodobý majetek	-2,7%	-1,8%	7,1%	-5,9%	13,9%	6,6%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-	-	-
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-2,7%	-1,8%	7,1%	-5,8%	13,9%	3,5%
B. II. 1	<i>Pozemky</i>	0,0%	0,0%	3,4%	0,0%	-13,9%	0,0%
B. II. 2	<i>Stavby</i>	-2,1%	-4,7%	6,8%	-1,3%	-2,8%	-5,0%
B. II. 3	<i>Samostatné movité věci a soubory movitých věcí</i>	-1,7%	2,5%	12,1%	-21,3%	1,9%	24,9%
B. II. 7	<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek</i>	-58,0%	190,2%	-72,7%	326,9%	1179,3%	7,5%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	-	100,0%
C.	Oběžná aktiva	1,1%	3,6%	1,3%	-4,6%	14,8%	23,2%
C. I.	Zásoby	7,7%	-14,3%	6,9%	1,7%	9,8%	5,9%
C. I. 1	<i>Materiál</i>	29,1%	-10,4%	-12,4%	-7,5%	27,2%	3,2%
C. I. 3	<i>Výrobky</i>	20,6%	-37,4%	76,9%	21,6%	-9,2%	0,6%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	-	-	-	-	-	-
C. III.	Krátkodobé pohledávky	-0,2%	6,3%	0,5%	-4,7%	1,4%	38,0%
C. III. 1	<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	5,8%	5,8%	-0,3%	-7,1%	1,3%	31,8%
C. III. 6	<i>Stát - daňové pohledávky</i>	-46,6%	12,3%	59,0%	42,5%	4,7%	52,6%
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	-22,1%	219,8%	-6,5%	-63,4%	2152,8%	-95,3%
C. IV. 2	<i>Účty v bankách</i>	32,4%	298,2%	-5,6%	-52,6%	2828,9%	-96,1%
D. I.	Časové rozlišení	-59,6%	0,5%	-58,0%	-37,2%	129,6%	504,8%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Pohyb bilanční sumy je nevýrazný. Až v roce 2012 narůstá o více než 14% a dále téměř o 16%. Zasloužilo se o to zvýšení jak majetku dlouhodobého, tak i oběžných aktiv. Analýza v absolutních hodnotách napovídá o celkem vyrovnaném příspěvku těchto majetkových skupin v roce 2012 (DM: Δ 11 874; OA: Δ 13 978 tis. Kč). Naproti tomu v roce 2013 růst bilanční sumy zejména zapříčiňuje rostoucí objem oběžných aktiv. V předešlých letech však nelze vyčíst nějakou převažující tendenci. Největší vliv na vývoj dlouhodobého hmotného majetku mají položky staveb a samostatných movitých věcí. U staveb vždy dochází k úbytkům jejich odpisováním. Vyřazení majetku je ojedinělé a zcela zanedbatelné. Vyjma roku 2010 odpisy převažovaly nad novým pořízením. Movitý majetek prochází změnami zejména v letech 2011 (Δ -5 532 tis. Kč) a 2013 (Δ 5 180 tis. Kč). Absolutní hodnota změny pozemků v roce 2012 činí úbytek o necelých 570 tis. Kč, což představuje cca jednu šestinu jejich hodnoty. Pozornost ale vzbuzuje nárůst nedokončeného DHM v předposledním roce, jehož hodnota dosáhne dvacetinásobku své obvyklé úrovně pohybující se kolem tři čtvrtě mil. Kč. Jak již bylo zmíněno výše, ve 3. Q

2012 započala výstavba centrálního expedičního skladu, jenž byl zcela dokončen až v roce 2014. Hodnota nedokončeného DHM se tedy ještě v roce 2013 zvýšila. V roce 2011 zaniká nevýznamná finanční investice reprezentující minoritní podíl na základním kapitálu ve společnosti G MILK group, a.s., kterou Společnost vykazovala z minulých období poníženou o opravnou položku v důsledku vyhlášení konkurzu na předmětnou společnost. Během posledního analyzovaného roku se objevuje jiná položka v rámci DFM, a sice půjčka spřízněným osobám. V oblasti oběžných aktiv se zdá být významný zejména rostoucí stav pohledávek z obchodních vztahů v letech 2008 a 2009 (Δ cca 4 mil. Kč) následovaný v roce 2011 úbytkem o 7,1% (Δ -5,5 mil. Kč). Poslední rok však znamená zvýšení krátkodobých pohledávek téměř o 30 mil. Kč, z čehož přibližně 23 mil. Kč připadá na pohledávky obchodní. Pozornost upoutávající je i enormní vzrůst finančních prostředků na bankovních účtech v předposledním analyzovaném roce. Jedná se o důsledek pozitivně se vyvíjející hospodářské situace v roce 2012 (viz část věnující se výsledku hospodaření). Prostředky jsou v následujícím roce uplatněny na nákup majetku, poskytnutí půjčky ve skupině a dále na úhradu závazků z obchodních vztahů, čímž v roce 2013 jejich objem klesá na obvyklou výši.

Tabulka 7 – Horizontální analýza pasiv

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
	PASIVA CELKEM	-0,9%	1,0%	4,0%	-5,2%	14,4%	15,7%
A.	Vlastní kapitál	0,1%	66,5%	-3,7%	5,8%	48,7%	12,5%
A. I.	Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. II.	Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. III.	Rezervní fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. IV.	VHML	4,7%	69,5%	86,1%	12,1%	8,0%	65,9%
A. V.	VHBO	-5,7%	191,6%	-81,1%	-26,0%	788,7%	-61,8%
B.	Cizí zdroje	-1,1%	-16,9%	8,2%	-6,8%	2,4%	17,1%
B. I.	Rezervy	100,0%	100,0%	-100,0%	100,0%	575,1%	-8,8%
B. II.	Dlouhodobé závazky	-	-	100,0%	-4,2%	-70,7%	-100,0%
B. III.	Krátkodobé závazky	9,5%	-19,2%	22,3%	-4,6%	2,5%	16,9%
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	7,6%	-18,1%	27,1%	-10,3%	3,3%	16,2%
B. III. 2	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	-	-	-	100,0%	-100,0%	100,0%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	-15,0%	-15,5%	-9,0%	-12,1%	-3,9%	20,2%
B. IV. 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	-32,3%	-32,1%	-32,3%	-51,7%	234,1%	22,8%
B. IV. 2	Krátkodobé bankovní úvěry	-0,7%	-6,1%	0,5%	-1,2%	-36,0%	18,4%
C. I.	Časové rozlišení	-	100,0%	-16,1%	-51,7%	-44,8%	42,7%
C. I. 1	Výdaje příštích období	-	100,0%	-16,1%	-51,7%	-44,8%	42,7%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Změny vlastního kapitálu jsou vytvářeny dosahovaným hospodářským výsledkem a jeho kumulací v nerozdělených ziscích minulých let. V tomto směru vystupují do popředí roky 2009 a 2012, kdy Společnost dosáhla extrémního nárůstu zisku. V prvním jmenovaném roce se vlastní kapitál zvýšil o dvě třetiny své původní hodnoty a v tom druhém doznal další zvýšení téměř o polovinu. Příčiny bude vhodné hledat při analýze výkazu zisku a ztráty. Rezervy a dlouhodobé závazky vertikální analýza uznala za nevýznamné, proto není nutné se jejich vysokou volatilitou zabývat. Naproti tomu krátkodobé závazky představující 40 až 50% celkového kapitálu podstatně rozhodně jsou. V roce 2009 lze zaznamenat jejich znatelný úbytek z titulu poklesu zejména obchodních závazků a také dohadných účtů pasivních, které začala Společnost v souladu s podstatou těchto závazků vykazovat v rámci časového rozlišení. Ovšem již v následujícím roce dochází k obratu, neboť obchodní závazky vzrostou o více než 18 mil. Kč. Z uplynulého vývoje lze vidět, že růst těchto závazků následuje pokles, což znesnadňuje analýzu. Situaci asi nejlépe vystihuje tvrzení, že krátkodobé závazky se během analyzovaného období zvýšily o cca 20 mil. Kč, z čehož 16 mil. Kč připadá na závazky obchodní. Tendencí Společnosti je snížení úvěrového zatížení. Dlouhodobé úvěry rapidně klesají přibližně o třetinu, resp. o polovinu, až v roce 2012 Společnost znovu větší objem prostředků přijala, než se stalo splatným (Δ 11 mil. Kč). Navzdory vysokému procentu přírůstku, o více než 230%, výše dlouhodobých úvěrů činí polovinu jejich hodnoty z roku 2007. V posledním roce dochází dále k mírnému zvýšení. Na druhé straně objem krátkodobých úvěrů osciluje kolem úrovně 38, resp. 36 mil. Kč po 6% snížení v roce 2009. V předposledním analyzovaném roce dochází k významnému poklesu, většímu než nárůst úvěrů dlouhodobých, čímž bankovní úvěry i v tomto roce souhrnně klesají, zde o 3,9%. Stejně jako úvěry dlouhodobé se i krátkodobé v roce 2013 opět zvyšují o cca 4 mil. Kč. Výdaje příštích období představující přes 4% celkových zdrojů kapitálu roku 2009 se neustále, vyjma posledního roku, snižují, což již naznačil procentní rozbor pasiv.

3.1.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

I tato část analýzy provedené níže se soustředí jen na významné položky výkazu zisku a ztráty. Její úplná podoba spolu s konstrukcí absolutních meziročních změn je opět k nalezení v příloze.

Tabulka 8 - Horizontální analýza výkaz zisku a ztráty

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
II.	Výkony	2,9%	-0,4%	6,5%	10,8%	4,1%	4,5%
B.	Výkonová spotřeba	0,6%	-6,3%	13,6%	13,5%	-2,9%	13,2%
+	Přidaná hodnota	14,7%	27,5%	-17,8%	-2,4%	43,0%	-28,5%
C.	Osobní náklady	7,9%	2,2%	1,1%	0,6%	3,6%	2,8%
E.	Odpisy DM	17,2%	-2,7%	5,5%	7,9%	-14,9%	0,2%
H.	Ostatní provozní náklady	-77,1%	1031,0%	-81,1%	-52,8%	537,6%	-67,7%
*	Provozní VH	16,0%	52,5%	-26,3%	-10,2%	91,0%	-45,7%
N.	Nákladové úroky	16,3%	-34,1%	-26,5%	-31,9%	-20,1%	-26,1%
O.	Ostatní finanční náklady	25,3%	26,4%	9,0%	-5,2%	27,5%	-34,0%
*	Finanční VH	23,9%	18,8%	6,3%	-7,0%	24,6%	-34,7%
Q. 1	Splatná daň za běžnou činnost	-6,9%	103,9%	-70,4%	-30,0%	778,0%	-62,3%
**	VH za účetní období	-5,7%	191,6%	-81,1%	-26,0%	788,7%	-61,8%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Rozhodující součást výkonů představují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb.²² Je patrné, že krom poklesu v roce 2009, se objem výkonů zvyšuje. Vývoj výkonové spotřeby však tento trend zcela nenásleduje. Lze si všimnout například roku 2009, kdy výkony lehce klesají a výkonová spotřeba klesá rychleji, v letech 2010, 2011 a 2013 výkonová spotřeba naopak výrazněji roste, a konečně v roce 2012 přes růst výkonů se výkonová spotřeba dokonce snižuje. Uvedené se plně promítá do přidané hodnoty, neboť obchodní marže dosahovaná z titulu prodeje zboží tvoří ve všech analyzovaných letech zcela zanedbatelnou částku. Záporných přírůstků tedy přidaná hodnota doznává v letech 2010, 2011 a 2013, naproti tomu rok 2012 logicky ústí v její největší nárůst. V oblasti odměňování zaměstnanců dochází k neustálému mírnému navyšování osobních nákladů jako celku, přestože přepočtený počet zaměstnanců se pohybuje téměř na konstantní úrovni, jak dokládá tabulka níže. Výjimku představuje poslední rok. Došlo ke znatelnějšímu navýšení průměrného počtu zaměstnanců, přesto se osobní náklady nijak skokově nenavýšily.

²² Výnosy z poskytování služeb představují minoritní část, průměrně okolo 0,5% tržeb.

Tabulka 9 – Počet zaměstnanců

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Průměrný počet zaměstnanců	87	87	85	86	88	87	92
- z toho řídících	1	1	1	1	1	1	1

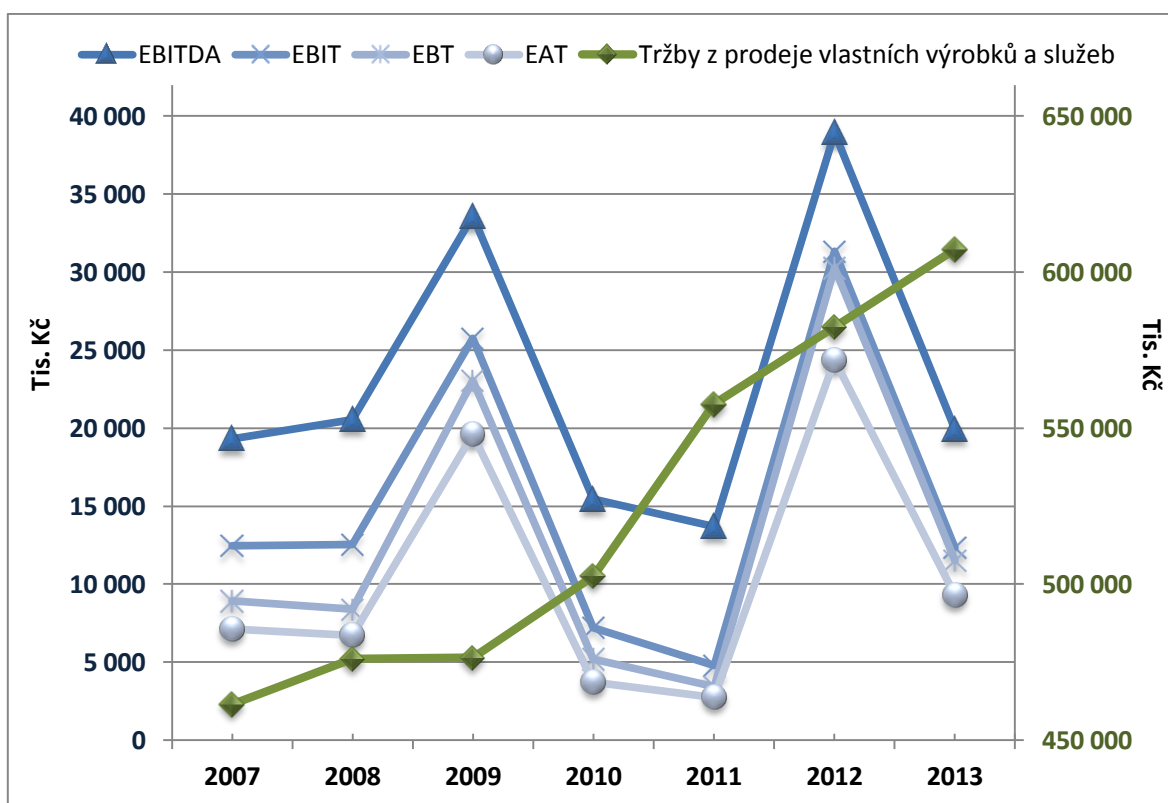
Zdroj: účetní závěrky Společnosti a komunikace s managementem; vlastní zpracování

Bude vhodné v dalším textu analyzovat, zda je růst osobních nákladů dostatečně kompenzován zvyšováním produktivity práce. Odpisy dlouhodobého majetku, ač dochází k poměrně významným meziročním změnám, se pohybují vcelku stabilně okolo průměrné hodnoty 8 mil. Kč ročně. K nejvýraznějším zvýšením došlo v roce 2008, kdy byla dokončena významná investice přístavby a rekonstrukce linky na pomazánková másla, a 2011, kdy se dokončila další její modernizace, čímž se dosáhlo i rozšíření kapacity výroby. Položka nákladových úroků se, vyjma roku 2008, snižuje, což odráží skutečnost snižování úvěrového zatížení Společnosti, ale především situaci klesajících úrokových měr. Mnohem významnější nákladovou položku v rámci finanční činnosti představují ostatní finanční náklady (průměrně 21krát vyšší než nákladové úroky). Horizontální analýza dokládá její stále se zvyšující hodnotu přes nepatrné snížení v roce 2011. Až v roce 2013 dochází k výraznému snížení těchto nákladů. I když podle české legislativy sem spadají: „zejména *kursové ztráty, manka, schodky a škody na finančním majetku a bankovní výlohy*“²³, Společnost do této položky zahrnuje bonusy odběratelům. Jedná se o smluvní ujednání, kdy obchodní partner Společnosti dostane zmíněný bonus vypočtený jako součin dosaženého obrátu a smluveného procenta. Skokové zvýšení splatné daně z příjmu právnických osob koresponduje s vysokými dosahovanými zisky v letech 2009 a 2012, o čemž pojednává následující text.

Vlastníky podniku, potenciální věřitele či jiné poskytovatele kapitálu však bude jistě velmi zajímat souhrnná informace o tom, zda a v jaké míře je Společnost zisková. Proto se níže uvádí graf, jenž dokumentuje vývoj jednotlivých hladin zisku tak, jak je označuje zahraniční praxe.

²³ Vyhláška č. 500/2002 Sb., § 34.

Graf 1 – Vývoj tržeb a vybraných hladin zisku Společnosti

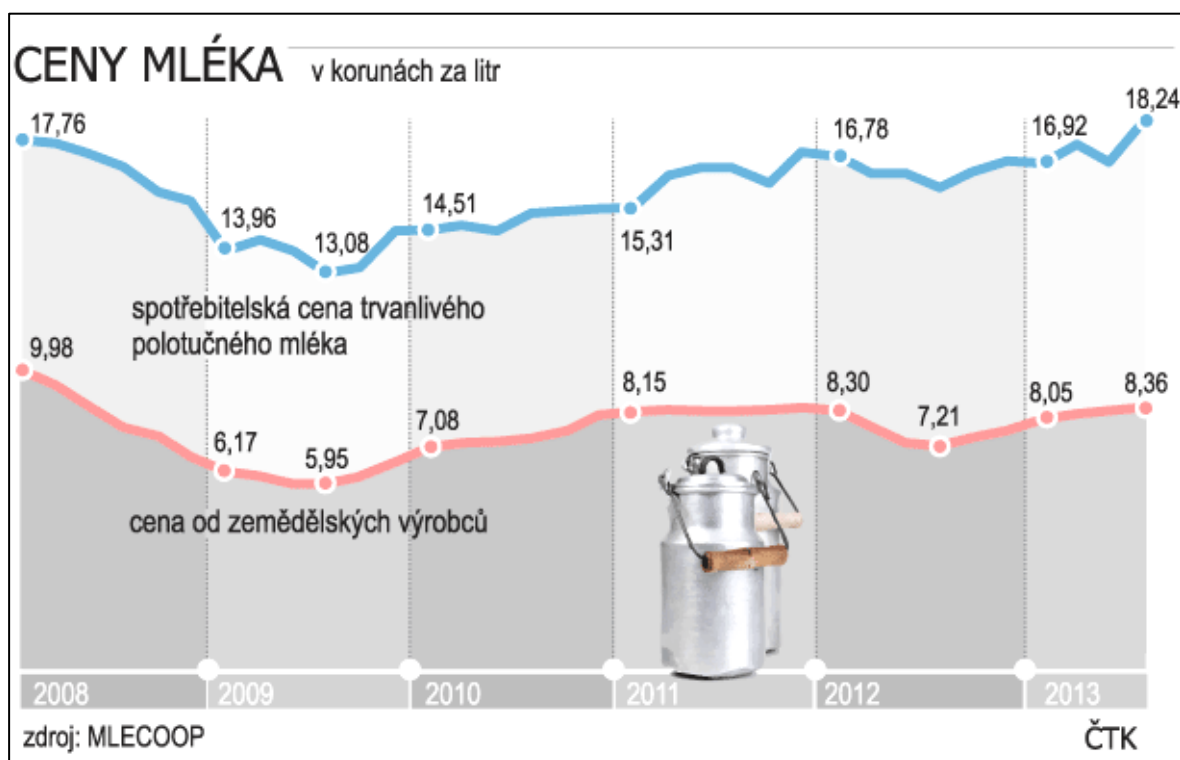


Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Uvedený graf ilustruje velmi zajímavý vývoj tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb v komparaci jednotlivých hladin zisku. Zatímco tržby v letech 2008 a 2009 stagnují, dosažený zisk, ať už vyjádřen v jakékoli podobě, skokově narůstá. Čistý zisk po zdanění (EAT) či EBT se dokonce téměř ztrojnásobily. Naproti tomu od roku 2010 dochází k výraznému zvyšování odbytu vlastních výrobků, přesto se zisky propadají pod úroveň roku 2007. V následujícím roce tento propad pokračuje, navzdory trvajícím posilování odbytové schopnosti. Až rok 2012 znamená opětovný růst zisku, který svou výší předčí hodnoty z úspěšného roku 2009. A v roce 2013 se znovu přes pokračující růst odbytu zisky Společnosti rapidně snižují. Svými hodnotami připomínají výsledky roku 2008, přestože tržby jsou v roce 2013 o čtvrtinu vyšší. Z toho vyplývá jedna důležitá skutečnost, a sice že neexistuje přímá úměra mezi realizovanými tržbami a dosahovaným ziskem. I když výnosy z tržeb výrobků narostly mezi roky 2009 a 2011 o 17%, průměrný rozdíl v zisku mezi těmito roky navzájem činil pokles o téměř 80%. Hodnota EAT roku 2011 činila dokonce pouhých 14% hodnoty z roku 2009. Jelikož vzdálenosti mezi křivkami zobrazených zisků jsou víceméně neměnné, příčinou nesouladu mezi vývojem tržeb a zisku nemohou být

např. rapidně se zvyšující či snižující odpisy, ani úrokové náklady nebo placená daň²⁴. Základní faktor skrývá položka výkonové spotřeby, jak již naznačila horizontální analýza. Objem nakupovaných služeb se však postupně zvyšuje, což neposkytuje vysvětlení. Výjimkou je lehké snížení v roce 2010. Druhou komponentu výkonové spotřeby představuje spotřeba materiálu a energií. A právě v ceně materiálu, především v ceně za litr syrového kravského mléka a ceně přikupované smetany, lze hledat příčiny takových výkyvů v zisku. Níže se uvádí graf pojednávající vývoj ceny mléka, jedné ze základních surovin Společnosti, jež velmi ovlivňuje dosahované ekonomické výsledky.

Obrázek 1 – Vývoj ceny mléka 2008 - 2013



Zdroj: Český rozhlas [online]

3.1.4 Přehled o peněžních tocích

Níže provedený rozbor se orientuje na sledování peněžních toků souhrnně za jednotlivé činnosti, jak je vykazuje Společnost podle doporučeného vzoru Ministerstva financí. V komentáři se však již podrobněji rozebírají příčiny daného stavu, jež lze vyčíst

²⁴ I když placená daň se skokově zvýšila v letech 2009 a 2012, není příčinou relativně nízkých zisků v ostatních letech, nýbrž důsledkem těchto dvou úspěšných roků.

z kompletní podoby výkazu. Dále se provádí i hodnocení a komparace vývoje veličin výsledku hospodaření a provozního cash flow.

Tabulka 10 – Shrnutí výkazu cash flow

(tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PS peněz a PE	2 262	615	479	1 532	1 433	525	11 827
Provozní čin.	34 762	12 139	7 139	19 078	2 629	30 449	2 725
Investiční čin.	-27 409	-5 575	-6 086	-14 157	-3 537	-19 147	-13 996
Financování	-9 000	-6 700	0	-5 020	0	0	0
Peněžní tok celkem	-1 647	-136	1 053	-99	-908	11 302	-11 271
KS peněz a PE	615	479	1 532	1 433	525	11 827	556

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

V rámci investiční činnosti rozhodující úlohu zaujímají výdaje spojené s nabytím stálých aktiv. Jejich hodnotu jen marginálně korigují příjmy z prodeje majetku (cca 2% jejich hodnoty). Oblast financování je ovlivněna výplatami podílů na zisku. Ty dosahovaly výše 9 000 (2007), 6 700 (2008) a 5 500 tis. Kč (2010). Rovněž se jedná o jedinou zajímavou informaci, kterou poskytuje přehled o změnách vlastního kapitálu, a proto tomuto výkazu nebude v následujícím textu věnována samostatná pozornost. V roce 2010 měla ještě vliv na hodnotu peněz a peněžních ekvivalentů z finanční činnosti změna hodnoty jednoho ze závazků. Struktura výkazu nenapovídá, o jaký závazek se jedná, ani jestli představuje krátkodobý či dlouhodobý.

Celkové CF, vyjma roku 2012 a 2013, se spíše pohybuje lehce v záporných hodnotách. Pokud by ovšem nebylo počítáno s výplatami podílů na zisku, které si společníci odsouhlasili, výsledný peněžní tok dosahuje kladných hodnot, neboť generované provozní CF stačí na pokrytí financování investic. To neplatí v roce 2011. I když nebyly realizovány žádné významné investice, ani nedošlo k výplatám společníkům, celkové CF činilo zápornou hodnotu z důvodu velmi nízkého provozního toku. Příčinou stavu byl nejnižší účetní zisk za analyzované období, jakož i významné snížení krátkodobých závazků z provozní činnosti. Přesto konečný stav peněz a peněžních ekvivalentů nezaznamenal nijak kritickou úroveň a již následující rok přinesl jejich enormní nárůst. Naproti tomu celkový peněžní tok v roce 2013 je výrazně záporný. Velmi nízké provozní CF totiž zdaleka nebylo schopno pokrýt investiční výdaje Společnosti. Přesto je možné se oprávněně domnívat, že uvedená skutečnost chod Společnosti neohrozila, neboť na počátku období disponovala značným objemem peněžních

prostředků, a nepřímo to lze vyčíst i ze skutečnosti, že v rámci investiční činnosti figuruje poskytnutá půjčka spřízněné osobě ve výši 3 mil. Kč.

Provozní CF bude nyní podrobena zkoumání z pohledu výsledku hospodaření za účetní období, zda se tento daří Společnosti „přetavit“ na peněžní příjmy.

Tabulka 11 – Transformace výsledku hospodaření na peněžní příjem

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
VH za úč. obd. (tis. Kč)	7 129	6 726	19 614	3 704	2 740	24 350	9 305
VH za úč. obd. / Prov. CF	0,21	0,55	2,75	0,19	1,04	0,80	3,41
<i>Průměrný podíl</i>	1,28						

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Skutečnost, že Společnost dokáže dosahovat jak kladného výsledku hospodaření, tak generovat kladné provozní CF, lze považovat za velmi žádoucí. Rok 2009, ač ve znamení vysokého nárůstu VH, doznává velmi nízkého procenta transformace, neboť na vygenerování 1 Kč příjmů je zapotřebí 2,75 Kč zisku. Na vině stojí především vyšší objem pohledávek z obchodních vztahů a citelný úbytek krátkodobých závazků, což způsobilo značný pokles provozního CF. Rovněž se také hradila vyšší daň z příjmů za běžnou činnost. Ještě horší situace doznává rok 2013, kdy relativně průměrný zisk doprovází téměř nejnižší provozní CF za sledované období. Protipól představoval rok 2007 a 2010. Zde dochází pro vývoj CF k pozitivní změně stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu vlivem vysokého nárůstu objemu krátkodobých závazků (změna krátkodobých závazků v roce 2007: Δ 33,9 vs. 2009: Δ -18,8 mil. Kč; změna nepeněžních složek pracovního kapitálu v roce 2007: Δ 21,2 vs. 2009: Δ -21,1 mil. Kč). Výše uvedené ústí ve skutečnost, že z 1 Kč zisku plynulo Společnosti 5 Kč provozních příjmů. Roky 2011 a 2012 se svým vývojem blíží průměrnému podílu transformace dosahující téměř rovnovážné hodnoty 1 : 1. Přesto o málo vyšší hodnota než jedna značí mírné potíže v přeměně realizovaných výnosů, resp. zisku na peníze a peněžní ekvivalenty.

3.2 Analýza poměrovými ukazateli

Na úvod této podkapitoly je nutné zmínit, že níže provedené výpočty vycházejí z nekorigovaných účetních výkazů Společnosti, přestože v následující kapitole věnované ekonomické přidané hodnotě budou uvažovány určité úpravy, jež mají za cíl odstranit některé nedostatky „skryté“ v těchto výkazech. Hlavní důvod tkví v tom, aby případné prostorové srovnání s jinými společnostmi zůstalo konzistentní. Externí analytik odkázán

na účetní závěrku bude vycházet právě z ní, a nebude mít možnost komunikace s podnikovým managementem, jako tomu bylo v případě tvorby této diplomové práce.

❖ Rentabilita

V předešlé části byl sledován zisk a jeho různé úrovně jako absolutní veličina. Nyní bude podroben zkoumání v poměru k výši určité vztahové proměnné. Dříve než se uvedou vypočtené hodnoty jednotlivých ukazatelů výnosnosti, bude zajímavé věnovat pozornost rozboru dynamiky vývoje pomocí indexů zachycených v následující tabulce. Zde je znázorněn vztah mezi výši jednotlivého ukazatele v minulém a daném roce. Zatímco z hlediska hodnoty kladné přírůstky jsou označeny zelenou barvou, červená představuje pokles oproti minulému roku. Nevýrazný pohyb ve vývoji (index v intervalu 0,80 až 1,20) znamená barvu žlutou.

Tabulka 12 – Dynamika vývoje rentability

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita celkového kapitálu - nezdaněná	0,92	2,06	0,27	0,67	6,27	0,34
Rentabilita celkového kapitálu - zdaněná	0,93	2,18	0,24	0,73	6,30	0,34
Rentabilita vlastního kapitálu - zdaněná	0,97	2,19	0,15	0,73	6,95	0,30
Rentabilita vlastního kapitálu - nezdaněná	0,97	2,06	0,18	0,65	6,90	0,30
Rentabilita dl. kapitálu (ROCE)	0,90	2,74	0,20	0,72	7,68	0,31
Rentabilita tržeb (prov. zisk. rozpětí)	0,97	2,06	0,26	0,60	6,27	0,38
Čisté ziskové rozpětí	0,92	2,92	0,18	0,67	8,51	0,37
Rentabilita nákladů	1,00	0,97	1,03	1,00	0,96	1,03

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Již první pohled prozrazuje, jaká byla situace v jednotlivých letech. Zatímco rok 2008 se svými hodnotami podobal roku 2007, následující rok 2009 přinesl přibližně dvojnásobně vyšší výnosnost. Čisté ziskové rozpětí dosáhlo téměř trojnásobku své úrovně. Po vydařeném roce přišly dvě období se sestupným trendem. Strmý pokles zaznamenaly všechny sledované veličiny, a to přes 70%. Výjimkou je rentabilita nákladů, která se po celou časovou řadu pohybuje ve „žluté zóně“, i když se vlastně jedná o reziduum do hodnoty 1 k čistému ziskovému rozpětí. Příčina spočívá v konstrukci indexu, kdy vysoká hodnota ukazatele (přes 95%) stírá významnost meziroční změny. Rentabilita vlastního kapitálu počítaná z čistého zisku se propadá až na 15% své hodnoty z roku 2009. Výrazně se opět měnilo čisté ziskové rozpětí, které se relativně snížilo o 82%. Rok 2011 přinesl

další snížení v hodnotách, tentokrát o cca 30%. Nutno ale říci, že tak neuspokojivé hodnoty výnosnosti se neměly takřka kam propadat. Například nezdaněná rentabilita celkového kapitálu na úrovni okolo 2,6% v daném roce asi stěží pokryla nároky vlastníků a věřitelů. Na druhou stranu dlužno poznamenat, že přes evidentně nepříznivý stav podnikatelského prostředí Společnost neupadla do ztráty a ve všech letech dosáhla kladných výsledků, i na konečné úrovni čistého zisku EAT. V důsledku toho všechny rentability obsažené v tabulce níže dosahují kladných hodnot. Sloupec představující rok 2012 obsahuje zelenou barvu, což znamená růst jednotlivých ukazatelů. Ten byl v průměru sedminásobný. Některé výše rentabilit přibližně dosáhly opět své výše z roku 2009, resp. je dokonce předčily (rentabilita celkového a dlouhodobého kapitálu, provozní a čisté ziskové rozpětí), jiné byly o něco nižší, avšak výrazně nad průměrem v rámci analyzovaného období (rentabilita vlastního kapitálu). Následující rok 2013 na růst hodnot ukazatelů nenavázal, ale naopak přinesl jejich dvoutřetinový pokles. Tím se stal tento rok podprůměrným, a to dokonce za předpokladu, že nebudou brány v úvahu zdařilé roky 2009 a 2012. Nejvýraznější podprůměr lze pozorovat u rentability vlastního kapitálu jak ve zdaněné, tak nezdaněné podobě, kdy hodnoty jsou téměř poloviční, než činí průměr. Do jisté míry je to dáno tím, že výše EBIT byla téměř totožná jako v letech 2007 a 2008, úroveň EBT, resp. EAT hodnoty z těchto let příliš nepřevyšovala, ale objem vlastního kapitálu byl bezmála trojnásobný. Nyní, po představení meziročního vývoje jednotlivých ukazatelů, je na místě uvést i tabulku shrnující jejich konkrétní výše ve sledovaném období.

Tabulka 13 – Ukazatele rentability

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita celkového kapitálu - nezdaněná	$EBIT / [(A_0 + A_1) / 2]$	7,51%	6,91%	14,20%	3,87%	2,59%	16,27%	5,56%
Rentabilita celkového kapitálu - zdaněná	$[EAT + \text{úroky} * (1 - d)] / [(A_0 + A_1) / 2]$	5,91%	5,50%	12,01%	2,86%	2,08%	13,10%	4,49%
Rentabilita vlastního kapitálu - zdaněná	$EAT / [(VK_0 + VK_1) / 2]$	23,45%	22,82%	49,91%	7,68%	5,63%	39,13%	11,77%
Rentabilita vlastního kapitálu - nezdaněná	$EBT / [(VK_0 + VK_1) / 2]$	29,40%	28,53%	58,65%	10,78%	7,05%	48,63%	14,57%
Rentabilita dl. kapitálu (ROCE)	$EAT / [(dl. \text{ kap.}_0 + dl. \text{ kap.}_1) / 2]$	7,63%	6,87%	18,84%	3,77%	2,70%	20,74%	6,48%
Rentabilita tržeb (provozní ziskové rozpětí)	$EBIT / T$	2,67%	2,60%	5,36%	1,42%	0,85%	5,33%	2,01%
Čisté ziskové rozpětí	EAT / T	1,53%	1,40%	4,08%	0,73%	0,49%	4,14%	1,52%
Rentabilita nákladů	$1 - EAT / T$	98,47%	98,60%	95,92%	99,27%	99,51%	95,86%	98,48%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

V dalším textu se podrobí bližšímu zkoumání rentabilita vlastního kapitálu v její čisté podobě. Jak již bylo pojednáno dříve, lze ji rozložit na pět komponent, které spolu ovlivňují celkovou výši, a ty analyzovat odděleně. Nejvyšší hodnoty tohoto vrcholného ukazatele se dosáhlo v roce 2009, bezmála 50%, a v roce 2012 přes 39%. Velmi slušné výsledky v tomto ohledu přinesly i roky z počátku sledované časové řady, a to okolo 23%. Naopak nejslabším rokem byl rok 2011 s rentabilitou cca 5,6%. Na vině do značné míry stojí nízké provozní ziskové rozpětí nedosahující ani jednoho procenta, zatímco úroková redukce působila přibližně stejně jako v předešlých letech. Ta se však v letech 2012 a 2013 výrazně snížila, neboť Společnost proúčtovala velmi nízké nákladové úroky. Daňová redukce zisku působí na rentabilitu nejvyrovnaněji. Pohybuje se vcelku stabilně na úrovni 80%, a to i přes skutečnost, že na počátku analyzovaného období platila sazba daně z příjmů 24% a od roku 2010, kdy mimochodem vliv daňové redukce je nejmarkantnější, platí sazba 19%. Obrat aktiv se v průběhu období průměrně pohybuje okolo úrovně 2,8 obrátek za rok. Od této hodnoty se nejvíce odchyluje rok 2011 a 2012, neboť v roce 2011 tržby razantně vzrostly (viz graf 1 – Vývoj tržeb a vybraných hladin zisku) a průměrný stav aktiv dokonce o něco poklesl. Přesto zvýšený obrat spolu s do té doby obvyklou výší úrokové a daňové redukce neodvrátil nejhorší hodnotu rentability. A to jednak z důvodu již zmiňovaného propadu ziskového rozpětí, ale také vlivem poslední komponenty, a sice finanční páky. Ta se během sledované časové řady jednoznačně, i když ne nepřerušeně, snižovala. Zatímco na počátku vlastní kapitál nepokrýval ani jednu šestinu aktiv, v roce 2010 to byla již čtvrtina a ke konci časové řady vlastní kapitál kryl již více než třetinu aktiv. Zejména právě finanční páka určuje propastný rozdíl mezi úrovní rentability v roce 2007 či 2008 a 2013. Ostatní faktory jsou vcelku vyrovnané (vyjma úrokové redukce, která navíc působí ke zlepšení rentability roku 2013), ale zhruba poloviční finanční páka znamená taktéž o polovinu nižší výnosnost. Naproti tomu pokles finanční páky v letech 2009 a 2012 byl dostatečně kompenzován jinými faktory – vyšší hodnotou ukazatele daňové, tím spíše úrokové redukce zisku a zejména vysokým ziskovým rozpětím. Uvedené zcela potvrzuje teoretickou protichůdnou tendenci mezi úrokovou redukcí a finanční pákou.

Tabulka 14 – Rozklad rentability vlastního kapitálu v čisté podobě

Rentabilita vlastního kapitálu - zdaněná		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/T * EBT/EBIT * EAT/EBT * T/A * A/VK		23,45%	22,82%	49,91%	7,68%	5,63%	39,13%	11,77%
- provozní ziskové rozpětí	EBIT/T	2,67%	2,60%	5,36%	1,42%	0,85%	5,33%	2,01%
- úroková redukce zisku	EBT/EBIT	71,63%	67,15%	89,47%	72,28%	71,64%	96,54%	93,49%
- daňová redukce zisku	EAT/EBT	79,77%	79,98%	85,10%	71,24%	79,88%	80,47%	80,77%
- obrát aktiv	T/ØA	2,81	2,65	2,65	2,73	3,05	3,05	2,77
- finanční páka	ØA/ØVK	546,34%	614,85%	461,47%	385,59%	379,16%	309,56%	280,43%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Na obdobné determinanty je možné dekomponovat i jiné ukazatele výnosnosti. Zde bude ještě věnována pozornost druhé významné úrovni výnosnosti, a sice celkového kapitálu v nezdaněné podobě. Ta je v první fázi rozkladu ovlivňována provozním ziskovým rozpětím a počtem obrátu celkových aktiv. Již z předchozího odstavce vyplývá, že rentabilita bude nejnižší v letech 2010 a 2011. Důvodem byl velice nízký podíl tvorby výsledku hospodaření před úroky a daní z dosažených tržeb. Protipól tvořily roky 2009 a 2012, kdy ziskové rozpětí bylo téměř čtyřikrát větší než v roce 2010. Oproti roku 2011 se dosáhlo více než šestinásobku jeho hodnoty. Obrát aktiv, jak bylo řečeno, ovlivňuje jednak výše tržeb a jednak velikost bilanční sumy. Tržby Společnosti se neustále navyšovaly, i když výraznějšího růstu je dosahováno po roce 2009. Od této doby do konce časové řady se celkové tržby zvýšily o cca 133 mil. Kč ze 480 na 613 mil. Kč, což představuje citelný přírůstek. V letech 2012 a 2013 dochází k výraznému růstu aktiv, čímž ukazatel obrátky za rok 2013 klesá.

Tabulka 15 – Rozklad rentability celkového kapitálu v hrubé podobě

Rentabilita celkového kapitálu - nezdaněná		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT / Tržby * Tržby / Ø A		7,51%	6,91%	14,20%	3,87%	2,59%	16,27%	5,56%
- provozní ziskové rozpětí	EBIT/T	2,67%	2,60%	5,36%	1,42%	0,85%	5,33%	2,01%
- obrát aktiv	T/ØA	2,81	2,65	2,65	2,73	3,05	3,05	2,77

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

V rozkladu rentability celkového kapitálu se půjde ještě hlouběji a bude zkoumán vliv jednotlivých příčinných ukazatelů v rámci nákladové a kapitálové větve na změnu hodnoty vrcholného ukazatele. Analýza bude provedena pro hledání příčin poklesu rentability mezi roky 2012 a 2013, neboť se jedná o nejaktuálnější údaje. Obdobný postup by však mohl být aplikován i na předešlé roky. Pro tento účel se v příloze připojují podkladové údaje obsahující základní vstupní veličiny potřebné k výpočtu. Nutno

poznamenat, že na tomto místě se z konstrukčního hlediska místo tržeb dosazují veškeré výnosy Společnosti, tzn. tržby za prodej zboží, výkony, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, ostatní provozní výnosy, výnosové úroky a ostatní finanční výnosy. Uvedené ve výsledku nemá vliv na hodnotu rentability jako takové, ale ovlivňuje provozní ziskové rozpětí (zahrnutím dalších výnosů k tržbám jej snižuje) a obrátku aktiv (zahrnutím dalších výnosů k tržbám ji zvyšuje).

V první fázi tedy bude zkoumán souhrnný vliv nákladové a souhrnný vliv kapitálové větve na změnu hodnoty rentability. Z tabulky je patrné, že ta poklesla mezi roky 2012 a 2013 o necelých 11 procentních bodů, což činilo ztrátu téměř 66% své původní hodnoty. Na vině stojí zejména pokles provozního ziskového rozpětí. Naproti tomu obrátka aktiv představuje spíše marginální vliv s cca desetinásobně nižší vahou. Přesto i vývoj počtu obrátek aktiv působil na rentabilitu negativně a vedl k jejímu poklesu.

Tabulka 16 – Primární rozklad rentability celkového kapitálu v hrubé podobě

Rentabilita celkového kapitálu - nezdaněná		2012	2013	Abs. změna	Rel. změna
EBIT / Výnosy * Výnosy / [(A ₀ +A ₁)/2]		16,27%	5,56%	-0,107 14	-65,842%
- provozní ziskové rozpětí	EBIT / Výnosy	5,208%	1,962%	-0,097 38	-59,846%
- obrát aktiv	Výnosy / [(A ₀ +A ₁)/2]	3,125	2,834	-0,009 76	-5,996%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Provedení sekundárního rozkladu nepřinese žádnou novou informaci, neboť se ve vzorcích objevují konstanty (v případě nákladové větve 1, od níž se odečítá nákladovost z výnosů, a v případě kapitálové větve 365, jakožto počet dní v roce), které se nemění. Jejich vliv na hodnotu rentability je nulový, a tak vliv změny hodnoty nákladovosti z výnosů se rovná vlivu změny hodnoty provozního ziskového rozpětí a vliv změny hodnoty doby obrátu aktiv se rovná vlivu změny hodnoty počtu obrátek aktiv. Proto může být přistoupeno k terciárnímu rozkladu rentability zachyceného v následujících dvou tabulkách.

Tabulka 17 – Terciární rozklad: nákladová větev

<i>Dílčí ukazatele nákladovosti z výnosů</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>Absolutní vliv</i>	<i>Relativní vliv</i>
Náklady na prodané zboží	0,759%	0,808%	-0,001 47	-0,906%
Spotřeba materiálu a energie	64,890%	70,526%	-0,169 07	-103,900%
Služby	13,293%	14,282%	-0,029 67	-18,236%
Osobní náklady	6,391%	6,295%	0,002 88	1,772%
Daně a poplatky	0,046%	0,044%	0,000 04	0,023%
Odpisy DHM	1,259%	1,209%	0,001 51	0,927%
ZC prodaného DM a mat.	0,140%	0,028%	0,003 35	2,060%
Ostatní provozní náklady	0,827%	0,256%	0,017 15	10,538%
ZS rez., OP a komplexních NPO	-0,132%	-0,038%	-0,002 80	-1,722%
Ostatní finanční náklady	7,319%	4,629%	0,080 70	49,596%
Nákladovost z výnosů a její vliv celkem	94,792%	98,038%	-0,097 38	-59,846%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Větší význam na změnu hodnoty rentability má v případě Společnosti, jak již bylo řečeno při primárním rozkladu, změny v nákladové větvi, tedy změny v podílech jednotlivých druhů nákladů na výnosech. Dominantní postavení zaujímá negativně působící zvýšení spotřeby materiálu a energií. Připustilo-li by se, že se jedná o jedinou změnu oproti roku 2013 a ostatní proměnné by setrvaly neměnné, rentabilita by neklesla o 10,7 procentních bodů, nýbrž o celých 16,9 p. b. Další významný negativní vliv představuje vývoj nákladové položky služeb. Ty zapříčiňují dílčí pokles rentability o další 3 p. b. Na druhé straně pomyslných vah vystupuje zlepšení ostatních finančních nákladů, které korigují negativní vlivy dílčím zvýšením rentability o 8 p. b., což by samostatně mělo důsledek jejího meziročního růstu o 50%. Podíl ostatních provozních nákladů na výnosech se taktéž v roce 2013 vylepšil, čímž přispěl k dílčímu růstu rentability o 1,7 p. b.

Tabulka 18 – Terciární rozklad: kapitálová větev

<i>Dílčí ukazatele doby obratu aktiv</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>Absolutní vliv</i>	<i>Relativní vliv</i>
Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-
Dlouhodobý hmotný majetek	55,29	57,41	-0,001 73	-1,062%
Dlouhodobý finanční majetek	-	0,87	-0,000 71	-0,435%
Zásoby	10,25	10,58	-0,000 27	-0,166%
Dlouhodobé pohledávky	-	1,58	-0,001 28	-0,788%
Krátkodobé pohledávky	47,48	54,52	-0,005 73	-3,519%
Krátkodobý finanční majetek	3,75	3,60	0,000 12	0,074%
Časové rozlišení	0,05	0,25	-0,000 16	-0,100%
Doba obratu aktiv a její vliv celkem	116,81	128,81	-0,009 76	-5,996%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Celkový negativní vliv změny v době obratu aktiv nepřekračuje 1 p. b., z čehož více než polovina připadá na zvýšení doby obratu krátkodobých pohledávek. Význam změny v dalších ukazatelích většinou nedosahuje ani desetiny procentního bodu.

Tabulka 19 – Shrnutí rozkladu rentability celkového kapitálu v hrubé podobě

Vliv změny hodnoty ukazatele nákladovost z výnosů, resp. doba obratu 2012/2013			
- výrazně negativní	- negativní, nepodstatný	- pozitivní, nepodstatný	- výrazně pozitivní
Spotřeba materiálu a energie Služby	Náklady na prodané zboží	Osobní náklady	Ostatní finanční náklady
	ZS rez., OP a komplexních NPO	Daně a poplatky	Ostatní provozní náklady
	Dlouhodobý hmotný majetek	Odpisy DHM	
	Dlouhodobý finanční majetek	ZC prodaného DM a mat.	
	Zásoby	Krátkodobý finanční majetek	
	Dlouhodobé pohledávky		
	Krátkodobé pohledávky		
	Časové rozlišení		

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

❖ Likvidita

Hodnocení likvidity jakékoli společnosti na základě jediného stavu k rozvahovému dni je vždy velmi problematické a diskutabilní. Doporučované hodnoty představují opravdu pouze *doporučení*, které na jedné straně nemusí mít, a nemá obecnou platnost, a které na straně druhé třeba není dodrženo jen jediný den v roce, na jehož základě externí analytik vyvozuje své závěry. Přesto jsou níže vypočteny hodnoty jednotlivých likvidit, aby bylo možné vytvořit si rámcovou představu a případně provést mezipodnikové porovnání.

Tabulka 20 – Ukazatele likvidity²⁵

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Běžná likvidita	OA / (kr. záv. + kr. bank. úvěry)	0,770	0,733	0,897	0,789	0,782	0,983	0,992
Pohotovlá likvidita	(kr. pohl. + KFM) / (kr. záv. + kr. bank. úvěry)	0,638	0,598	0,761	0,663	0,648	0,823	0,847
Okamžitá likvidita	KFM / (kr. záv. + kr. bank. úvěry)	0,005	0,004	0,014	0,011	0,004	0,107	0,004
Provozní pohotovlá likvidita	(kr. pohl. + KFM) / kr. záv.	0,932	0,849	1,131	0,928	0,917	1,036	1,069
Pracovní kapitál	OA - kr. záv. - kr. bank. úvěry	-27 781	-34 334	-11 242	-26 410	-26 378	-1 838	-1 035

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

²⁵ Ve výpočtech se oběžná aktiva uvažují očištěná o výši dlouhodobých pohledávek v českém účetnictví mezi ně zahrnovaná.

Pokud by se přijala za vhodné doporučení pro běžnou likviditu hodnota 1,5, je patrné, že Společnost tento požadavek zdaleka nespĺňuje a ani se nepohybuje v blízkosti této meze. Z toho vyplývá, že případným rozprodáním oběžného majetku by Společnost nepokryla požadavky krátkodobých věřitelů, neboli část krátkodobých závazků se užívá i k financování dlouhodobého majetku. Až v posledních dvou letech dochází k odklonu od této riskantní finanční strategie a výše běžné likvidity se pohybuje okolo hodnoty 1.

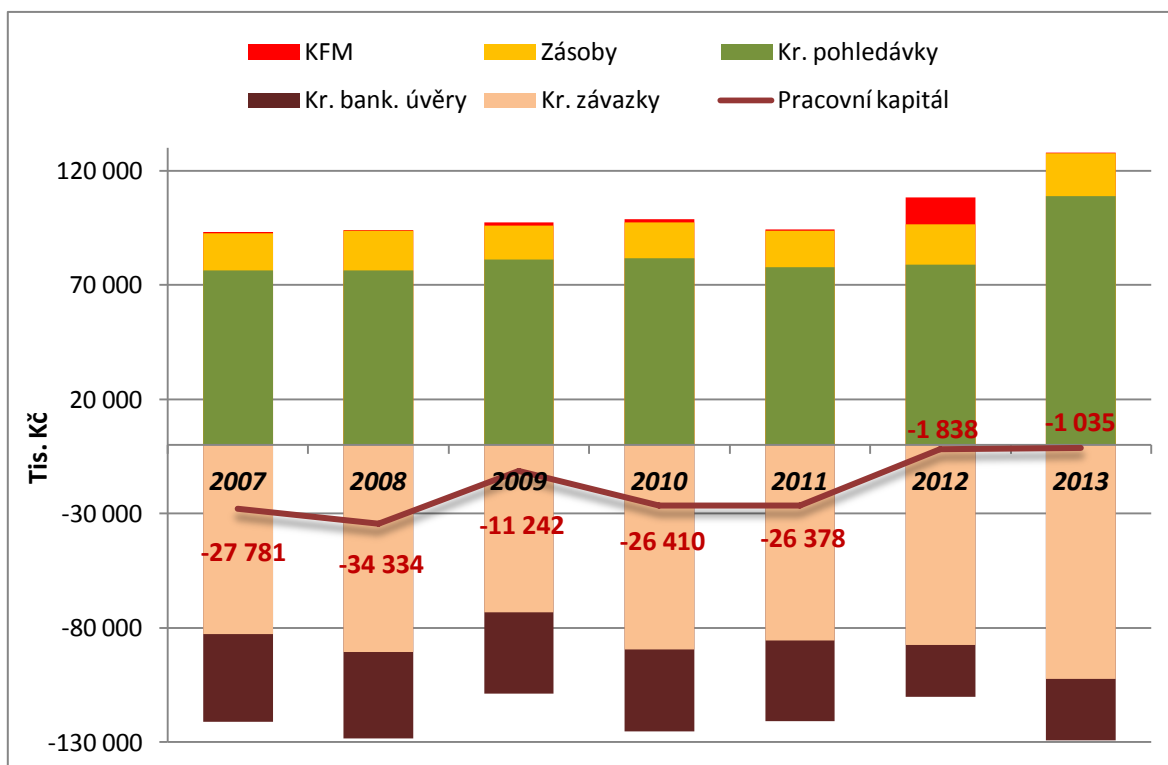
Ani výše pohotové likvidity nenabývá doporučené úrovně, tedy vyrovnaného poměru mezi čitatelem a jmenovatelem. Opět se však doznává určitého zlepšení ke konci analyzované časové řady.

Nejslabší vypovídací schopnost má ukazatel peněžní likvidity. Zde platí výše uvedené o proměnlivosti stavu a omezení sledování a vyhodnocení likvidity k jedinému, závěrkovému datu o to více. Vysoká hodnota v roce 2012 vyplývá z enormního nárůstu prostředků na bankovních účtech, o čemž již bylo pojednáno v rámci vertikální, resp. horizontální analýzy rozvahy.

Ukazatel provozní pohotové likvidity dávající do poměru budoucí provozní příjmy a provozní výdaje by měl nabývat alespoň hodnoty 1. Jak lze vidět, tento požadavek Společnost naplňuje ve třech obdobích a v dalších dvou mu je velice blízko. Jedná se ale o krajní prahovou hodnotu, která by měla být o něco vyšší. Při náročnější úrovni 1,1 by vyhovoval už jen jeden rok a při hodnotě 1,2 by neobstál ani jeden.

Ačkoli nutně neplatí, že čím nižší hodnoty nabývá běžná likvidita, tím nižší je i pracovní kapitál, jelikož v prvním případě jde o podíl a v druhém o rozdíl stejných položek rozvahy, ve většině případů to tak bude. Výjimku lze vidět mezi roky 2010 a 2011, kdy ukazatel běžné likvidity klesá, přesto pracovní kapitál vzrostl, resp. stal se méně záporným. Důležitý je však poznatek o značně agresivní strategii řízení pracovního kapitálu, neboť ten se po celé analyzované období pohybuje hluboce v záporných hodnotách. Zde se potvrzuje domněnka vyřčená při analýze rozvahy, že Společnost užívá k profinancování svých dlouhodobých aktiv i zdrojů krátkodobé povahy, a to až do roku 2011 dokonce ve značné míře. V následujících letech se situace výrazně zlepší, přesto pracovní kapitál zůstává záporný, neboli jde o *nekrytý dluh*. Toto zlepšení bylo pozorováno i na ukazateli běžné likvidity, která ovšem stále nedosahovala hodnoty 1. Strukturu pracovního kapitálu a jeho celkovou výši zachycuje přiložený graf.

Graf 2 – Struktura a vývoj pracovního kapitálu Společnosti



Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

❖ Aktivita

V následující tabulce se uvádějí jak hodnoty obratu dané položky za rok, tak jejich doba obratu ve dnech. Poslední řádek zachycuje výši obchodního deficitu, o němž se pojednává spolu s analýzou obratovosti krátkodobých obchodních pohledávek a závazků níže. Tržby použité jakožto vztahová veličina k dané položce rozvahy představují součet tržeb za zboží a vlastní výrobky a služby.

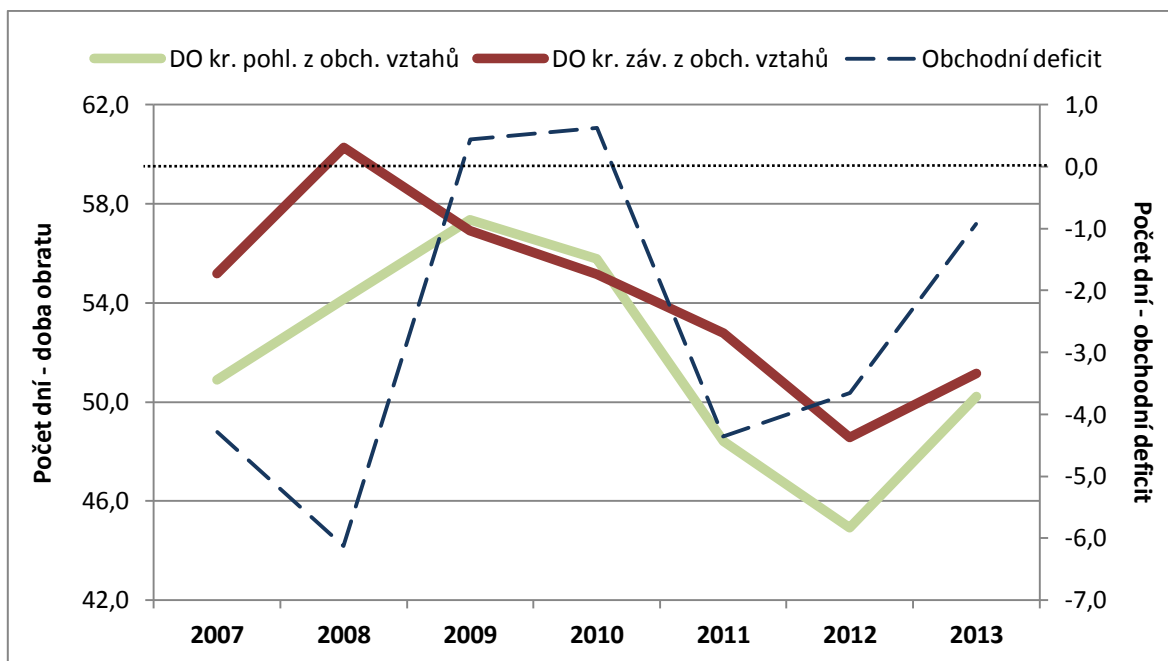
Tabulka 21 – Ukazatele aktivity

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obrat celkových aktiv	Tržby / [(daná položka ₀ + daná položka ₁) / 2]	2,8	2,7	2,6	2,7	3,0	3,1	2,8
Obrat stálých aktiv		6,0	5,5	5,6	5,8	6,4	6,4	6,1
Obrat zásob		31,0	28,9	29,9	33,1	35,2	34,8	33,7
Obrat kr. pohl. z obch. vztahů		7,2	6,7	6,4	6,5	7,5	8,1	7,3
Obrat kr. záv. z obch. vztahů		6,6	6,1	6,4	6,6	6,9	7,5	7,1
Doba obratu celkových aktiv	[(Daná položka ₀ + daná položka ₁) / 2] / (tržby / 365)	129,9	137,6	137,8	133,8	119,7	119,6	131,9
Doba obratu stálých aktiv		60,9	66,2	64,8	63,0	57,0	56,6	59,7
Doba obratu zásob		11,8	12,6	12,2	11,0	10,4	10,5	10,8
Doba obratu kr. pohl. z obch. vztahů		50,9	54,1	57,3	55,8	48,4	44,9	50,2
Doba obratu kr. záv. z obch. vztahů		55,2	60,3	56,9	55,1	52,8	48,6	51,1
Obchodní deficit	DO _{pohl.} - DO _{zav.}	-4,3	-6,1	0,4	0,6	-4,4	-3,7	-0,9

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Celková aktiva se v průměru za rok obrátí 2,8krát. Od této hodnoty se nejvíce odchyluje rok 2012, kdy doba obratu činí nejméně v rámci sledovaného období, a to 119,6 dní. Obdobný jev je možné sledovat i u ostatních položek. Na době obratu stálých aktiv se v roce 2013 promítá značné zvýšení objemu dlouhodobého majetku v důsledku realizovaných a také v té době stále probíhajících investic. Hodnoty z konce časové řady připomínají svou výší hodnoty na počátku, i když dlouhodobý majetek je značně vyšší, vlivem výraznějších tržeb. Rok 2009 znamenal pro objem zásob pokles, což vedlo ke zvýšení jejich obratovosti. Navzdory od té doby každoročnímu mírnému růstu objemu zásob se hodnoty ukazatelů díky taktéž vzrůstajícím tržbám nadále zlepšují. Doba obratu tak činí průměrně pouhých 11 dní.

Graf 3 – Vývoj obchodního deficitu



Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Z hlediska Společnosti je výhodné, pokud obchodní deficit nabývá záporné hodnoty, což platí, jak lze vyčíst z grafu, mimo roky 2009 a 2010. Zde totiž doba obrátu pohledávek činí více než dobu obrátu závazků. Převyšuje ji ovšem pouze o půl dne, což představuje zanedbatelný rozdíl. Nejednalo se tedy o dlouhodobý jev a trvalý problém, který by mohl ohrožovat platební schopnost. Oblast řízení krátkodobých obchodních vztahů je tak možné označit za bezproblémovou, neboť si Společnost udržuje výhodné postavení v rámci dodavatelsko-odběratelských vztahů.

❖ **Zadluženost**

V této oblasti lze vidět jasnou tendenci vedoucí ke snížení podílu cizích zdrojů, ať už ve vztahu k vlastnímu či celkovému kapitálu. Zlomovým je zejména rok 2009, kdy vlastní kapitál z pouhých 16% vzroste na 27% celkových zdrojů. Společnost byla v té době značně podkapitalizovaná a využívala více než dvojnásobně velkou finanční páku než v letech 2012 a 2013. I když se dluhy Společnosti snížily i absolutně, opět především mezi roky 2008 a 2009, podstatnou roli hrálo dosahování kladných výsledků hospodaření a jejich kumulace v nerozdělených ziscích minulých let. Rok 2010 přinesl opětovné navýšení absolutní částky dluhů, což se i promítá do velikosti níže vypočtených ukazatelů. Toto zvýšení, zejména způsobené nárůstem krátkodobých závazků, však nedosáhlo výše dluhů

v roce 2008, a navíc vlastní kapitál byl již posílen velice vydařeným, co se hospodářského výsledku týče, rokem 2009, čímž hodnoty ukazatelů nedosáhly tak alarmující výše. Rok 2011 byl ve znaku nejnižšího výsledku a dalšího snížení výše dluhů, a tak hodnoty věřitelského, celkového rizika či finanční páky znovu klesají. Následující rok naopak Společnost vytvořila nejvyšší výsledek hospodaření za analyzované období a v důsledku toho zvýšený objem vlastního kapitálu se pozitivně promítá do výše ukazatelů ve smyslu opětovného posílení finanční samostatnosti. V roce 2013, ač dluhy jsou znovu téměř stejně vysoké jako na začátku časové řady, růstem krátkodobých závazků a tentokrát i bankovních úvěrů, se hodnoty ukazatelů příliš neliší od předchozího období.

Souhrnně lze vývoj v oblasti zadluženosti hodnotit pozitivně. Společnost omezila nadměrné financování cizími zdroji a posílila objem vlastního kapitálu díky generovaným kladným výsledkům hospodaření. Přesto stále kryje pouze zhruba třetinu aktiv Společnosti.

Tabulka 22 – Ukazatele zadluženosti

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ukazatel věřitelského rizika	Dluhy / A	84%	83%	68%	72%	70%	61%	63%
Krytí cizího kapitálu	A / dluhy	119%	120%	148%	140%	143%	163%	160%
Ukazatel vlastnického rizika	VK / A	16%	16%	27%	25%	28%	36%	35%
Finanční páka	A / VK	618%	612%	371%	401%	359%	276%	284%
Ukazatel finanční samostatnosti	VK / dluhy	19%	20%	40%	35%	40%	59%	56%
Ukazatel celkového rizika	Dluhy / VK	518%	508%	251%	287%	252%	170%	178%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

❖ **Solventnost**

Nebudou-li brány v úvahy extrémně ziskové roky 2009 a 2012, doba splácení v průměru dosahuje desetiletého období. Ukazatel krytí čistých dluhů je pak pouze variací doby splácení, jelikož se jedná o jeho reciprokou hodnotu. Ve zmiňovaných vysoce ziskových letech by tak 20,2, resp. 26,6% čistých dluhů mohlo být okamžitě splaceno z čistého zisku a odpisů, neboli pokud by dosahovaný „peněžní tok“ činil v následujících obdobích stejnou výši, čisté dluhy by se splatily již za 4 roky a 11 měsíců při údajích roku 2009 a za 3 roky a 9 měsíců roku 2012.

Z tabulky je patrné, že hodnota úrokového krytí neklesá pod úroveň, kdy zisk před úroky a zdaněním převyšuje nákladové úroky trojnásobně, což lze chápat jako uspokojivé. V roce 2009 však EBIT představuje téměř desetinásobek úroků. Je to dáno již několikrát zmiňovaným skokovým zvýšením zisku, ale rovněž znatelným poklesem úroků oproti

předchozímu roku. Nákladové úroky de facto od roku 2008 stále klesaly. V roce 2008 činila jejich výše přes 4,1 mil. Kč a v roce 2013 to bylo jen 802 tis. Kč. Tím se ukazatel navzdory nejnižším hospodářským výsledkům v letech 2010 a 2011 udržel na přijatelné úrovni okolo 3,5 a posléze prudce vzrostl. Ačkoli je tedy Společnost značně zadlužená, užívá především explicitně neúročených krátkodobých závazků a bankovní úvěry za příhodných úrokových podmínek. Zapůjčení kapitálu Společnosti pohledem úrokového krytí nepředstavuje pro věřitele nijak vysoké riziko.

Tabulka 23 – Ukazatele solventnosti

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Doba splacení čistých dluhů	Ø Čisté dluhy / (EAT + odpisy)	9,6	10,2	4,9	10,7	11,1	3,8	7,8
Krytí čistých dluhů	(EAT + odpisy) / Ø čisté dluhy	10,4%	9,8%	20,2%	9,3%	9,0%	26,6%	12,9%
Úrokové krytí	EBIT / úroky	3,5	3,0	9,5	3,6	3,5	28,9	15,4

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

❖ **Finanční stabilita**

Zlaté bilanční pravidlo, jak už lze odtušit z předchozího textu, Společnost v letech 2007 – 2011 zdaleka nenaplnňovala a realizovala velmi agresivní finanční strategii. Až v posledních dvou letech se pozoruje výrazné zmírnění stupně podstupovaného finančního rizika. Přesto vlastní kapitál spolu s dlouhodobými cizími zdroji nepostačuje plně na krytí stálých aktiv. Navíc se ve výpočtu mezi stálými aktivy neuvažuje s trvalou částí oběžného majetku, což by bylo žádoucí, ovšem z pohledu externího analytika obtížně identifikovatelné. Stálá aktiva jsou zde reprezentována dlouhodobým majetkem a dlouhodobými pohledávkami. Zahrnutím trvale vázané části oběžného majetku mezi stálá aktiva by tak došlo ještě ke snížení hodnoty procenta krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem.

Konzervativní zlaté pari pravidlo, požadující financování dlouhodobého majetku výhradně vlastním kapitálem, není naplňováno vůbec. V prvních dvou letech na 1 Kč dlouhodobého majetku připadá asi 33 haléřů vlastního kapitálu, posléze přes 50 haléřů a pak již vlastní kapitál kryje dvě třetiny dlouhodobého majetku. Nutno tedy podotknout, že v průběhu sledované časové řady dochází k přibližování se požadavku tohoto pravidla díky kumulaci kladných hospodářských výsledků ve vlastním kapitálu. Pokud se bude Společnosti nadále dařit generovat zisky, není vyloučeno, že hodnoty podle bilančního i pari pravidla se budou „zlepšovat“.

Přestože platnost zlatého pravidla vyrovnání rizika, vyžadující vyrovnání poměru mezi vlastním a cizím kapitálem, se zdá být širokým a rozličným spektrem hospodářství omezená, hodnoty Společnosti především v prvních dvou sledovaných letech vypadají neudržitelně. Dluhy nejenže nebyly stejně vysoké jako vlastní kapitál podle doporučení zmiňovaného pravidla, ale dokonce ho pětinasobně převyšovaly. Po roce 2009 dochází ke korekci tohoto stavu v důsledku téměř 17% úbytku cizích zdrojů a rovněž díky zvýšení vlastního kapitálu o celé dvě třetiny oproti předchozímu období. V dalších letech vlastní kapitál nadále posiloval, ale opět docházelo převážně ke zvyšování absolutní částky cizích zdrojů, čímž na 1 Kč dluhů připadalo maximálně 59 haléřů vlastního kapitálu.

Poslední dva řádky tabulky jsou věnovány pravidlům, která dávají do vztahu ty samé proměnné jako ukazatele likvidity. V prvním případě (*pravidlo 1:1*) jde o pohotovou a ve druhém (*pravidlo 2:1*) o likviditu běžnou. Zde ovšem bylo přistoupeno ke konstrukci rozdílu namísto podílu, aby vynikla skutečnost, jak dalece nejsou uvedena pravidla dodržována. Jak lze vyčíst z tabulky, aby bylo vyhověno požadavku pravidla 1:1, musel by být objem krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku v průměru o 35 mil. Kč vyšší či objem krátkodobých závazků a bankovních úvěrů nižší o stejnou částku anebo samozřejmě v kombinaci obojího. Podle pravidla 2:1 by běžná likvidita měla dosahovat dokonce hodnoty 2,0. Záporné částky v posledním řádku tabulky ovšem napovídají, že není dosaženo ani hodnoty 1,0, neboť menšenec se oproti předchozímu případu liší pouze o výši zásob, které u Společnosti nepředstavují nijak významnou položku (v průměru necelých 9% podílu na bilanční sumě). Oběžná aktiva jsou tudíž převyšována velikostí krátkodobých závazků a bankovních úvěrů.

Tabulka 24 – Vybraná finanční pravidla

Jednotky: %, tis. Kč		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zlaté bilanční pravidlo	(VK + dl. dluhy) / stálá aktiva	69%	59%	75%	64%	65%	93%	95%
Zlaté pari pravidlo	VK / DM	33%	34%	58%	52%	59%	77%	77%
Zlaté pravidlo vyrovnání rizik	VK / dluhy	19%	20%	40%	35%	40%	59%	56%
Pravidlo 1:1	(kr. pohl. + KFM) - (kr. záv. + kr. bank. úvěry)	-43 816	-51 611	-26 051	-42 248	-42 490	-19 521	-19 763
Pravidlo 2:1	OA - (kr. záv. + kr. bank. úvěry)	-27 781	-34 334	-11 242	-26 410	-26 378	-1 838	-1 035

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

❖ **Ukazatele na bázi peněžních toků**

Cash likvidita představuje hodnotu vygenerovaného ČPT v poměru ke stavu krátkodobých provozních závazků, jež se stanou splatnými v následujícím období. Pokud by ČPT zůstal beze změny, lze uvažovat o prahové hodnotě 1. Této se však výsledky Společnosti zdaleka nepřibližují. Ani v letech 2007, 2010 nebo 2012, kdy je dosaženo nejvyšších ČPT, hodnota cash likvidity nedosahuje poloviny krajní přijatelné hodnoty.

Pokud by došlo k modifikaci ukazatelů solventnosti a uvažovalo by se se splácením čistých dluhů pomocí čistého peněžního toku, hodnoty doby splácení vykazují zcela odlišnou výši. V některých letech je hodnota dosažená na základě cash ukazatele nižší, v jiných vyšší a pouze v roce 2012 podává obdobnou hodnotu. Zejména roky 2011 a 2013 alarmují, kdy ČPT je velice nízký. Při takovéto výši by Společnost splácela čisté dluhy okolo 50 let. V průměru se tak hodnoty dosažené pomocí cash ukazatele liší o celých 12,2 roku.

I cash rentabilitu vlastního kapitálu ovlivňuje nízký ČPT v letech 2011 a 2013. Za podmínky, že ČPT je vyšší než zisk po zdanění, cash rentabilita převyšuje tradičně počítanou rentabilitu vlastního kapitálu, čímž se vytváří podmínky pro výplatu podílů na zisku. Uvedenou domněnku Společnost naplnila. Kladnou diferenci ve prospěch cash rentability lze pozorovat v letech 2007, 2008, 2010 a 2012 a v prvních třech jmenovaných obdobích k výplatám podílů na zisku opravdu došlo.

Jelikož ČPT činí vždy kladnou hodnotu, ukazatel příjmů pro samofinancování lze smysluplně interpretovat. Jak vyplývá z dosažených hodnot, na tvorbě ČPT se ve větší míře většinou podílejí příjmy ze samofinancování, tedy CF Netto. Samofinancování tvoří ČPT nejvýrazněji v letech 2009, 2011 a 2013. Pokud hodnota ukazatele je nižší než jedna v případě roků 2007 a 2010, znamená to, že ČPT byl generován na cash flow pozitivní změnou ve stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu. V uvedených letech se jednalo především o zvýšení krátkodobých závazků. Naopak v roce 2009 představuje samofinancování téměř pětinasobek hodnoty ČPT. To je zapříčiněno na jedné straně realizovaným vysokým ziskem, ale také vlivem nárůstu krátkodobých pohledávek a úbytku krátkodobých závazků.

Způsob financování investic Společnosti mimo let 2011 a 2013 charakterizuje vyšší ČPT než výdaje spojené s nabytím stálých aktiv. Jinými slovy ČPT pokrývá investiční výdaje do dlouhodobého majetku. V případech, kdy ukazatel nedosahuje hodnoty 1,

musela Společnost přistoupit k použití dříve vytvořených „rezerv“ nebo externímu financování. V roce 2013 mj. využila přímo peněžní prostředky, které se ji ke konci roku 2012 nashromáždily na bankovním účtu.

Podle předposledního řádku lze z tabulky vyčíst, že ani prosté reprodukce by nebylo dosaženo v letech 2008, 2009. Nízký podíl se vyskytuje zejména v roce 2011 a stupeň odepsanosti DHM se tak dostává na více než 52%. Uvedené je pochopitelné, neboť v předchozích letech, tedy 2007 a 2010, byly učiněny významné investice do stálých aktiv a navíc rok 2011 provázel nejnižší výsledek hospodaření v důsledku negativně se vyvíjejícího podnikatelského prostředí z pohledu Společnosti. Ta se tedy chovala racionálně a utlumila svou investiční činnost. V následujících letech dochází opět k rozšířené reprodukci především kvůli počátku výstavby centrálního expedičního skladu a opotřebovanost DHM klesá k 50%.

Tabulka 25 – Ukazatele na bázi peněžních toků

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cash likvidita	ČPT z prov. čin. / Ø prov. kr. záv.	0,42	0,13	0,10	0,21	0,03	0,35	0,03
Krytí čistých dluhů peněžními toky	ČPT z prov. čin. / Ø čisté dluhy	25,9%	8,1%	5,3%	14,9%	2,0%	25,4%	2,1%
Doba splacení čistých dluhů	Ø Čisté dluhy / ČPT z prov. čin.	3,9	12,4	19,0	6,7	49,4	3,9	48,2
Cash rentabilita vlastního kapitálu	ČPT z prov. čin. / Ø vlastní kapitál	114,3%	41,2%	18,2%	39,6%	5,4%	48,9%	3,4%
Příjmy pro samofinancování	CF Netto / ČPT z prov. čin.	0,54	1,76	4,82	0,70	5,36	1,36	7,18
Způsob financování investic	ČPT z prov. čin. / pořízení DHM	1,25	2,13	1,14	1,34	0,73	1,57	0,25
Ukazatel typu reprodukce	Pořízení DHM / odpisy	4,07	0,71	0,80	1,73	0,40	2,57	1,45
Stupeň odepsanosti DHM	1 - DHM netto / DHM brutto	47,7%	49,6%	48,6%	49,1%	52,4%	50,2%	50,1%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

❖ **Ukazatele produktivity práce**

Na konec poměrové analýzy ještě zbývá vyhodnotit dosahovanou produktivitu práce a její vztah k neustále mírně rostoucím osobním nákladům. Naturální ukazatele vzhledem k omezenému přístupu k informacím budou zastoupeny pouze poměrem mezi celkovým objemem produkce a průměrným počtem zaměstnanců. Produkce zde zahrnuje objem vyrobených pomazánek, tedy pomazánkových másel a smetanových pomazánek, spolu se smetanovými jogurty v tunách. Jak patrně z příložené tabulky, objem produkce připadajícího na zaměstnance se přes nepatrné snížení v roce 2008 vyvíjel pozitivně, neboť

narůstal, a to průměrným tempem 3,5%. Velikost vyprodukovaných tržeb v poměru k počtu zaměstnanců se rovněž v průběhu sledovaného období zvyšovala. Nejmarkantnější změnu lze pozorovat v roce 2011, kdy sice přibyli dva zaměstnanci, ale tržby Společnosti vzrostly o cca 11%. Nepatrné snížení poměru v roce 2013 má na svědomí skokové zvýšení počtu zaměstnanců. Průměrné tempo růstu se pohybuje na úrovni 3,7%. Naproti tomu výše přidané hodnoty na jednoho zaměstnance je velmi proměnlivá. Příčina spočívá ve značné volatilitě výkonové spotřeby, která se nejpříznivěji vyvíjí v letech 2009 a 2012, čímž „vytahuje“ průměrné tempo růstu do kladných hodnot na 2,1%. Důležitým poznatkem je pak srovnání meziročních a možná ještě s vyšší vypovídací schopností průměrných temp růstu s tempem růstu osobních nákladů. Osobní náklady jako celek, jak již bylo řečeno, se vždy meziročně zvyšovaly, a i když v některých letech předčily tempo růstu tržeb či objemu produkce v podílu na zaměstnance, v průměru s hodnotou 2,07% je nepřevýšily, což lze jistě chápat za pozitivní jev. Srovnání s přidanou hodnotou komplikuje její vysoká proměnlivost. V průměru však růst osobních nákladů procentuálně nepředčil ani růst přidané hodnoty připadajícího na zaměstnance.

Tabulka 26 – Ukazatele produktivity práce

Jednotky: tis. Kč / zaměstnanec; tuny / zaměstnanec; %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Průměr
Tržby	5 366	5 527	5 650	5 896	6 395	6 758	6 667	6 037
Přidaná hodnota	850	975	1 272	1 033	986	1 426	965	1 072
Objem produkce	96	95	104	106	109	114	NA	104
Tempo růstu tržeb	-	3,0%	2,2%	4,4%	8,5%	5,7%	-1,3%	3,69%
Tempo růstu přidané hodnoty	-	14,7%	30,5%	-18,8%	-4,6%	44,7%	-32,4%	2,13%
Tempo růstu objemu produkce	-	-1,7%	10,0%	1,4%	2,9%	5,1%	NA	3,48%
Tempo růstu osobních nákladů	-	7,9%	4,7%	0,0%	-1,7%	4,8%	-2,8%	2,07%

Zdroj: účetní závěrky Společnosti a komunikace s managementem; vlastní zpracování

4 Ekonomická přidaná hodnota Společnosti

V této části práce bude proveden pokus precizní kalkulace ekonomické přidané hodnoty společnosti Choceňská mlékárna s.r.o., která by mohla managementu, vlastníkům, ale i jiným subjektům souhrnně vypovědět o vývoji hospodaření v uplynulých letech. I když autor má možnost komunikace s ekonomickým oddělením Společnosti, stále se nachází v pozici externího analytika, a tak bude někdy nutné přistoupit na určité předpoklady a zjednodušení. Míru takovýchto opatření se však bude snažit minimalizovat a stěžejní záležitosti komunikovat s managementem.

Výsledek zkoumání EVA Společnosti bude považován za klíčový výstup finanční analýzy, neboť svou konstrukcí představuje vrcholný ukazatel hovořící o prosperitě daného subjektu. I proto nebude v práci provedeno prostorové srovnání jednotlivých ukazatelů finanční analýzy, jak bývá obvyklé. Ukazatel EVA lze totiž využít jako samostatné kritérium nevyžadující srovnávací standard. To ovšem neznamená, že by nebylo žádoucí porovnání provést, zejména právě na úrovni dosahované EVA.

4.1 Kalkulace čistých operačních aktiv

▪ Nedokončené investice

Nedokončené investice se v rámci NOA neponechávají z důvodu, že přispívat k tvorbě hodnoty budou až po svém dokončení, pakliže se jedná o investice do operačních aktiv. Úprava aktiv bude významná zejména v roce 2012 a 2013, jak již naznačila část věnující se analýze rozvahy. V těchto letech totiž dochází k vysokému stavu nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku z důvodu rozestavěného centrálního skladu. Další položky obdobného charakteru nebyly identifikovány. Efekt dané úpravy jak na straně aktiv, tak i na straně pasiv je uveden v tabulce níže.

Tabulka 27 – Úprava o nedokončené investice

(tis. Kč)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úprava aktiv								
B. II. 7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	826	347	1 007	275	1 174	15 019	16 138
Účetní rozvaha → NOA		0	0	0	0	0	0	0
Úprava pasiv								
Ekvivalenty vlastního kapitálu		-826	-347	-1 007	-275	-1 174	-15 019	-16 138

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

▪ **Software**

I když v rozvaze Společnosti se vyskytuje nulová zůstatková hodnota u položky software, v brutto hodnotě je stále vykazován. Z toho lze usuzovat, že Společnost daný nehmotný majetek již v minulosti odepsala, avšak nadále je jednotkou využíván. V tomto případě navýšení částky aktiv půjde proti zvýšení pasiv ve formě zvýšení částky výsledku hospodaření minulých let. Důvodem je skutečnost dříve uplatněných účetních odpisů softwaru, které z ekonomického pohledu nebyly adekvátní stavu a možnostem další využitelnosti a tímto způsobem budou vzaty zpět. Povahou se ovšem opět jedná o vlastní kapitál. Snížení brutto hodnoty v roce 2008, 2011 a 2013, kdy došlo ke skutečnému vyřazení softwaru, bude považováno za „odpis“ a promítne se do výsledku hospodaření daného roku.

Tabulka 28 – Úprava o software

(tis. Kč)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úprava aktiv								
B. I. 3	Software (brutto hodnota)	437	427	427	427	398	398	161
B. I. 3	Software (netto hodnota)	0	0	0	0	0	0	0
Účetní rozvaha → NOA		437	427	427	427	398	398	161
Úprava pasiv								
Výsledek hospodaření běžného účetního období		0	-10	0	0	-29	0	-237
Kumulovaný Výsledek hospodaření minulých let		437	437	427	427	427	398	398

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

▪ **Dlouhodobý finanční majetek**

Společnost vlastnila finanční investici představující minoritní podíl na základním kapitálu ve společnosti G MILK group, a.s. Již od počátku analyzovaného období ji však vykazovala poníženou o téměř 100% opravnou položku. Jen těžko uvažovat o jejím ponechání v rámci provozně nutných aktiv. Během roku 2011 předmětná společnost zcela zanikla, čímž přestává být zachycována v účetnictví Společnosti. Další finanční majetek se skrývá v položce *Jiný dlouhodobý finanční majetek*. Ten představuje půjčku spřízněné osobě, kterou opět není možné považovat za součást NOA, neboť obsah podnikání Společnosti nespočívá v poskytování půjček.

Tabulka 29 – Úprava o dlouhodobý finanční majetek

(tis. Kč)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úprava aktiv								
B. III. 3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly (brutto)	1 520	1 520	1 520	1 520	-	-	-
B. III. 3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly (netto)	20	20	20	20	-	-	-
B. III. 5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	-	-	3 000
Účetní rozvaha → NOA		0	0	0	0	-	-	0
Úprava pasiv								
Ekvivalenty vlastního kapitálu		-20	-20	-20	-20	-	-	-3 000

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

▪ **Krátkodobý finanční majetek**

Zde se jedná o otázku, zda Společnost disponuje takovou výší krátkodobého finančního majetku, která představuje provozně nezbytnou úroveň, či zda není v této podobě vázáno příliš mnoho prostředků. Podobně jako u nedokončených investic již analýza rozvahy identifikovala výrazný nárůst finančních prostředků v roce 2012. Konkrétně se jedná o položku *Účty v bankách*. Tato skutečnost je důsledkem velmi pozitivního vývoje a příznivé hospodářské situace roku 2012, avšak z hlediska provozu Společnosti představuje zbytečně vysokou úroveň. Při kalkulaci čistých operačních aktiv tedy bude provozně nadbytečná výše peněžních prostředků odečtena.

Stanovení provozně nutné výše peněžních prostředků se provede jako průměr ze stavů ke třem předcházejícím závěrkovým datům. V ostatních letech se předpokládá, že stavy peněz představují provozně obvyklou výši.

Tabulka 30 – Úprava o krátkodobý finanční majetek

(tis. Kč)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úprava aktiv								
C. IV. 2	Účty v bankách	170	225	896	846	401	11 745	455
C. IV. 2	Účty v bankách (<i>provozně nutné</i>)	170	225	896	846	401	714	455
Účetní rozvaha → NOA		170	225	896	846	401	714	455
Úprava pasiv								
Ekvivalenty vlastního kapitálu		-	-	-	-	-	-11 031	-

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

▪ **Odložená daňová pohledávka**

Odloženou daňovou pohledávku lze rovněž pokládat za součást NOA za předpokladu, že vyplývá z operačně nutného majetku. Společnost ji však s ohledem na zásadu opatrnosti nevykazuje, a tak je nutné ji mezi NOA nově zahrnout. Model EVA totiž

vyžaduje přílišnou opatrnost účetního modelu potlačit. V letech 2010 až 2012 Společnost kompenzuje pohledávku proti odloženému daňovému závazku, čímž v tomto období nedochází k úpravě.

Tabulka 31 – Úprava o odloženou daňovou pohledávku

(tis. Kč)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úprava aktiv								
C. II. 8	Odložená daňová pohledávka	-	-	-	-	-	-	-
Účetní rozvaha → NOA		1 173	1 202	1 028	-	-	-	142
Úprava pasiv								
Ekvivalenty vlastního kapitálu		1 173	1 202	1 028	-	-	-	142

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

▪ **Leasing**

Společnost využívá jak služeb finančního, tak i operativního leasingu. Z příloh k účetním závěrkám se lze dozvědět, že předmětem leasingu jsou např. technologie chlazení, vysokozdvizné vozíky, automobily, kamerový systém, skladové prostory, informační systém a další stroje, zařízení a vybavení. Jedná se o velmi rozličnou škálu majetku, kterou vzhledem k minimálnímu rozsahu informací obsažených v příloze bude nutné zpracovat zjednodušující formou. Ačkoli výčet předmětů leasingu je poměrně dlouhý, významnost z hlediska podílu na bilanční sumě se pohybuje maximálně na úrovni jednoho procenta. Proto určité zjednodušení nejenže je nutné, ale bude i únosné. Zohlednění leasingu přesto vede ke zkvalitnění pohledu na vypočtenou ekonomickou přidanou hodnotu.

V příloze se vcelku podrobně rozepisuje, jaký majetek je pořízen operativním a finančním leasingem, avšak zveřejňovaná výše závazků vůči leasingovým společnostem se prezentuje jednou částkou. Proto bude k leasingu v dalších krocích přistupováno jako by se jednalo o leasing finanční. V roce 2007 dále v příloze figuruje informace, že tržní cena majetku pořízovaného na leasing činí cca 1 500 tis. Kč. Tento údaj bude využit jako výchozí ocenění souboru majetku financovaného leasingem. Pomocí výše závazků vůči leasingovým společnostem a odhadu tržní ceny majetku se stanoví přibližné implicitní leasingové zúročení. Po výpočtu úrokové míry již nečiní obtíže sestavit obvyklé amortizační schéma závazku, kde se splátka, ve výši meziroční změny leasingového závazku prezentovaného v příloze, rozloží na část úmoru a část úroku.

Tabulka 32 – Amortizační schéma leasingového závazku

(tis. Kč)	PS závazku	splátka	úmor	úrok	KS závazku
31. 12. 2007	1 500	779	645	134	855
31. 12. 2008	855	566	490	76	365
31. 12. 2009	365	207	175	32	190
31. 12. 2010	190	167	150	17	40
31. 12. 2011	40	16	12	4	28
31. 12. 2012	28	30	28	2	0
<i>implicitní leasingové procento činí 8,9%</i>					

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Posléze je nutné eliminovat dopady leasingu původně zachyceného podle českých účetních předpisů a dosadit nově spočtené údaje. Eliminace spočívá v odečtení krátkodobé části leasingového závazku splatné vždy v následujícím roce spolu s úpravou provozního výsledku hospodaření, tzn. přičtení původních nákladů. V závazcích bude nově shledán závazek z leasingu v plné výši, jehož hodnota se bude odvíjet podle stanoveného schématu. V aktivech se objeví majetek využívaný na leasing odpisovaný pro zjednodušení lineárně po zbývající dobu trvání leasingu. Poslední úprava se týká výsledku hospodaření běžného období, který budou snižovat odpisy majetku a výše vypočtené úroky, i výsledku hospodaření minulých let. Ten se koriguje o kumulovaný rozdíl mezi původními náklady leasingu a nově vypočtenými, skládající se z úroků a odpisů.

Tabulka 33 – Úprava zachycení leasingového vztahu

(tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úprava aktiv							
Majetek pořízený na leasing	-	-	-	-	-	-	-
Účetní rozvaha → NOA	1 500	1 250	1 000	750	500	250	0
Úprava pasiv							
Ekvivalenty vlastního kapitálu	779	961	842	727	476	252	0
- Nově vypočtené úroky	-	-134	-76	-32	-17	-4	-2
- Nově vypočtené odpisy	-	-250	-250	-250	-250	-250	-250
- Eliminace původních nákladů	779	566	207	167	16	30	0
- Úprava VHML	-	779	961	842	727	476	252
Eliminace původních leas. závazků	-779	-566	-207	-167	-16	-30	0
Závazky z leasingu (nově spočtené)	1 500	855	365	190	40	28	0

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

❖ Rekapitulace NOA

Níže uvedená tabulka zobrazuje všechny provedené úpravy aktivní a pasivní strany rozvahy. Navíc se již pouze reklasifikovaly rezervy z cizích zdrojů do vlastního kapitálu a mezi aktivy se vyčíslil upravený pracovní kapitál, který zahrnuje oběžná aktiva a časové rozlišení aktivní méně explicitně neúročená pasiva. Díky tomu je dosaženo výše aktiv krytých zpoplatněným kapitálem. Nutno ovšem poznamenat, že v praxi by se dalo uvažovat i o jiných úpravách. Například kvůli nedostatku informací o stavu majetku Společnosti nebylo možné upravit účetní ocenění na tržní hodnotu, pokud by docházelo k jejich významnému nesouladu, což u některých položek lze oprávněně předpokládat. Rovněž by mohly být shledány další položky, které účetní rozvaha nezobrazuje. Mají se na mysli především aktiva nehmotné povahy vytvořené samotnou účetní jednotkou – ochranné známky, výsledky výzkumu a vývoje mající dlouhodobý prospěch, apod. Opět by však bylo zapotřebí značného rozsahu informací a dalšího prostoru v této práci.

Tabulka 34 – Vyčíslení čistých operačních aktiv

(tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý majetek	89 525	87 400	84 924	91 414	84 959	82 738	84 535
Dlouhodobý nehmotný majetek	437	427	427	427	398	398	161
Dlouhodobý hmotný majetek	89 088	86 973	84 497	90 987	84 561	82 340	84 374
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	-	-	-
Upravený pracovní kapitál	12 902	5 583	18 036	2 647	5 458	8 059	29 613

Vlastní kapitál	31 009	32 716	52 377	48 170	50 223	52 200	67 788
Vlastní kapitál účetní	29 466	29 493	49 107	47 311	50 049	74 399	83 704
Ekvivalenty vlastního kapitálu	1 543	3 223	3 270	859	174	-22 199	-15 916
- Zařazení Software	437	427	427	427	398	398	161
- Zařazení Odložené daňové pohl.	1 173	1 202	1 028	-	-	-	142
- Zařazení úroků z leasingu	0	-134	-76	-32	-17	-4	-2
- Zařazení odpisů majetku	0	-250	-250	-250	-250	-250	-250
- Vyřazení nedokončených investic	-826	-347	-1 007	-275	-1 174	-15 019	-16 138
- Vyřazení DFM	-20	-20	-20	-20	-	-	-3 000
- Vyřazení neprovozní výše peněz	-	-	-	-	-	-11 031	-
- Eliminace původních nákl. leas.	779	566	207	167	16	30	0
- Úprava VHML	-	779	961	842	727	476	252
- Reklasifikace rezerv	-	1 000	2 000	-	474	3 200	2 919
Úročené cizí zdroje	71 418	60 267	50 583	45 891	40 194	38 598	46 360
Bankovní úvěry	69 918	59 412	50 218	45 701	40 154	38 570	46 360
Leasingové závazky	1 500	855	365	190	40	28	0

NOA	102 427	92 983	102 960	94 061	90 417	90 797	114 148
------------	----------------	---------------	----------------	---------------	---------------	---------------	----------------

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

4.2 Kalkulace čistého operačního zisku po dani

Zde je jako výchozí bod zvolen provozní výsledek hospodaření, jenž se bude upravovat tak, aby bylo dosaženo, po stanovení výše NOA, druhého pilíře výpočtu EVA. První část transformace ilustruje tabulka níže, jejímž konečným řádkem je pracovně nazvaný *Upravený „provozní“ výsledek hospodaření*.

Tabulka 35 – Upravený „provozní“ výsledek hospodaření

(tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní výsledek hospodaření	33 463	38 808	59 176	43 594	39 130	74 739	40 549
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 504	655	1 520	519	394	1 151	220
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 275	927	2 589	685	589	844	179
(+) Odměny členům orgánů společnosti a družstva	102	108	0	0	0	0	0
(-) Ostatní finanční náklady	21 108	26 455	33 446	36 470	34 565	44 055	29 080
Upravený „provozní“ výsledek hospodaření	12 228	12 733	26 799	7 290	4 760	30 377	11 428

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Upraveného „provozního“ výsledku hospodaření je dosaženo korekcí provozního výsledku o zisk z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, resp. o jejich tržby a zůstatkové hodnoty, neboť tento prodej nemá charakter hlavní výdělečné činnosti a svou povahou jde spíše o nahodilý, neplánovaný jev. Dále se vyloučí odměny členům orgánů společnosti, neboť se jedná o jednorázové náklady nepřispívající k tvorbě hodnoty. Jiné položky k eliminaci v provozní části výsledovky nebyly shledány. Jelikož se vychází z provozního výsledku, je nezbytné zvážit zahrnutí výnosů a nákladů z finanční části výsledovky. Do veličiny NOPAT by měly vstoupit takové finanční výnosy a náklady, které souvisí s NOA a hlavním provozem podniku. V případě Společnosti je velmi závažným krokem započtení *Ostatních finančních nákladů*, které svou výší značně ovlivní výsledný NOPAT. Z komunikace s managementem Společnosti vyplývá, že tato nákladová položka zahrnuje především bonusy poskytované partnerům na základě obchodních smluv. Zahrnutí do finanční části výsledovky se zdá být neobvyklé, spíše se jedná o náklady provozní povahy. Nehledě na účetní zařazení, zde je důležitá obsahová náplň položky a zahrnutí v rámci NOPAT je nutné. Tyto náklady se tak promítnou jako snížení upraveného „provozního“ výsledku hospodaření a posléze NOPAT.

Výše vypočtený upravený „provozní“ výsledek hospodaření bude nyní korigován na veličinu NOPBT, který dále zachycuje výsledkové vlivy transformace účetní rozvahy na

NOA. Poté bude ještě nutné kalkulovat hypotetickou daňovou zátěž. Po odečtení daně vychází kýžená veličina NOPAT.

První úprava se týká znovu zahrnutého software mezi NOA. Snížení hodnoty v roce 2008, 2011 a 2013 je považováno za odpis software, jak již bylo vysvětleno v předešlé podkapitole.

Důležitá úprava představuje ošetření leasingového financování zachyceného podle českých účetních předpisů. Původní dopady na výsledek je nejdříve nutné eliminovat, tzn. přičíst náklady leasingu ve výši plateb leasingovým společností. Následně se odečtou nově kalkulované, ekonomicky správnější náklady vyplývající z leasingu²⁶, a sice odpisy najatého majetku, nikoli však vypočtené úroky. Je tomu tak proto, že veličina NOPAT se pohybuje tzv. *na úrovni entity*, zisk je k dispozici vlastníkům a úročeným věřitelům. Stejně tak se neodčítají nákladové úroky z bankovních úvěrů.

Tabulka 36 – Kalkulace NOPBT

(tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Upravený „provozní“ výsledek hospodaření	12 228	12 733	26 799	7 290	4 760	30 377	11 428
	<i>Úpravy spojené s transformací na ekonomický model</i>						
(-) Odpisy SW	0	10	0	0	29	0	237
(+) Původní náklady leasingu	779	566	207	167	16	30	0
(-) Nové náklady leasingu – odpisy majetku	0	250	250	250	250	250	250
NOPBT	13 007	13 039	26 756	7 207	4 497	30 157	10 941

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Nyní je zapotřebí vypočítat teoretickou daňovou povinnost, neboť NOPAT představuje zisk po dani. Existuje několik možných postupů podávající různé výsledky v závislosti na jejich preciznosti – od prostého vynásobení NOPBT v daném roce aktuální sazbou daně z příjmů právnických osob až po zkoumání daňové uznatelnosti jednotlivých úprav účetního výsledku hospodaření na NOPBT.

Zde bude užito postupu vycházejícího z výsledku hospodaření za běžnou činnost a splatné daně z příjmů z této činnosti. Rozdíl mezi zmiňovaným VH a vypočteným NOPBT se stane pomyslným daňovým základem a na něj bude uplatněna daňová sazba aktuální pro

²⁶ Zde je nutné opět připomenout skutečnost, že se v práci stírá rozdíl mezi operativním a finančním leasingem. Důvody spočívají v nedostatku informací obsažených v účetních závěrkách, ale také v malém významu leasingu u Společnosti. V případě vysokého zapojení leasingového financování by bylo žádoucí pracovat s jednotlivými typy leasingu odděleně a jejich promítnutí do výkazů zpracovat odlišně.

daný rok. Celkový daňový náklad bude dán součtem výše splatné daně v účetnictví a dodatečně vypočtenou hypotetickou daní.

Tabulka 37 – Kalkulace daně z NOPBT a vyčíslení NOPAT

(tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sazba daně z příjmů právnických osob	24%	21%	20%	19%	19%	19%	19%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	8 937	8 410	23 048	5 199	3 430	30 259	11 520
Původní splatná daň za běžnou činnost	1 808	1 684	3 434	1 015	710	6 234	2 350
NOPBT	13 007	13 039	26 756	7 207	4 497	30 157	10 941
Rozdíl mezi VH a NOPBT	4 070	4 629	3 708	2 008	1 067	-102	-579
Dodatečně vypočtená daň (úspora)	977	972	742	382	203	-19	-110
<i>Kalkulovaná daň celkem</i>	<i>2 785</i>	<i>2 656</i>	<i>4 176</i>	<i>1 397</i>	<i>913</i>	<i>6 215</i>	<i>2 240</i>

NOPAT	10 222	10 383	22 580	5 810	3 584	23 942	8 701
--------------	---------------	---------------	---------------	--------------	--------------	---------------	--------------

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

4.3 Kalkulace nákladů kapitálu

Při vyčíslení vážených průměrných nákladů kapitálu je potřeba odlišit jednotlivé druhy Společností užívaného kapitálu, zjistit jejich podíl na celkovém kapitálu a identifikovat jejich náklady. Kapitál lze rozlišit do čtyř skupin – vlastní kapitál, dlouhodobý cizí kapitál reprezentovaný investičními úvěry (níže označovaný jako CK₁), krátkodobé úvěry provozní povahy (CK₂) a leasingový kapitál (CK₃). Ke stanovení nákladů vlastního kapitálu bylo využito komplexní stavebnicové metody, kdy stupeň podstupovaného rizika byl posuzován samotným vedením Společnosti. Podrobné informace jsou dostupné v příloze k této práci. I při zjišťování nákladů úvěrového kapitálu se postupovalo za přispění rámcových podkladů přímo od Společnosti. Konkrétně se jednalo o výši procentní přírážky k úrokové sazbě PRIBOR. Úrokový náklad leasingu představuje vypočtené implicitní leasingové zúročení. Dále je třeba mít na paměti, že z úročeného cizího kapitálu vyplývá pro Společnost úrokový daňový štít. Tabulka níže dokumentuje všechny důležité skutečnosti.

Tabulka 38 – Vyčíslení vážených průměrných nákladů kapitálu

(%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl VK / K	30,51	35,40	50,97	51,30	55,56	57,51	59,39
Náklady VK	15,79	15,79	15,19	15,63	15,19	12,96	13,13
Podíl CK ₁ / K	31,18	23,23	14,18	10,51	5,27	17,53	17,12
Náklady CK ₁	5,70	6,60	4,60	3,80	3,70	3,40	2,80
Podíl CK ₂ / K	36,84	40,45	34,49	37,98	39,13	24,93	23,49
Náklady CK ₂	5,00	5,90	4,40	3,60	3,50	3,20	2,60
Podíl CK ₃ / K	1,48	0,92	0,35	0,20	0,04	0,03	-
Náklady CK ₃	8,90	8,90	8,90	8,90	8,90	8,90	-
Sazba daně	24	21	20	19	19	19	19

WACC	7,67	8,75	9,50	9,46	9,71	8,58	8,68
-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Zdroj: účetní závěrky Společnosti, komunikace s managementem, Kurzy.cz [online]; vlastní zpracování

Nyní jsou již k dispozici všechny potřebné veličiny ke stanovení ekonomické přidané hodnoty společnosti Choceňská mlékárna s.r.o. – čistá operační aktiva, čistý operační zisk po dani a vážené průměrné náklady kapitálu.

Tabulka 39 – Ekonomická přidaná hodnota společnosti Choceňská mlékárna s.r.o.

(tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NOA	102 427	92 983	102 960	94 061	90 417	90 797	114 148
NOPAT	10 222	10 383	22 580	5 810	3 584	23 942	8 701
WACC	7,67%	8,75%	9,50%	9,46%	9,71%	8,58%	8,68%
EVA	-	1 419	13 743	-3 932	-5 548	16 182	818

Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

Výsledné hodnoty EVA de facto kopírují vývoj výsledků hospodaření. Na rozdíl od nich však EVA poskytuje informaci, zda Společnost hospodařila s *ekonomickým* ziskem, což představuje příznivou situaci z pohledu vlastníků a úročených věřitelů, neboť je pro ně vytvářena nová hodnota, anebo byla realizována *ekonomická* ztráta a docházelo k ničení hodnoty. Z uvedené tabulky je patrné, že výkonnost Společnosti prošla obojí situací. Naproti tomu výsledek hospodaření činil ve všech letech kladnou hodnotu, tedy zisk. Takový stav by mohl být mylně interpretován jako dostačující, a to zejména proto, že účetní zisk nepostihuje investory podstupované riziko, nezohledňuje náklady všech poskytovatelů kapitálu a jeho výši.

Jelikož nejsou vyčísleny NOA k počátku roku 2007, nelze hodnotu EVA pro tento rok spočítat. Dá se ale uvažovat s ohledem na výši NOPAT a WACC o tom, že se nebude příliš odlišovat od hodnoty roku 2008. Aby totiž EVA byla záporná, musela by velikost

NOA k počátku roku 2007 převyšovat 133 mil. Kč, což se zdá jako nepravděpodobné. Souhrnně za celé období Společnost vytvořila značnou hodnotu, především díky úspěšným rokům 2009 a 2012. Mezi nimi se však EVA dostala do záporných částek kvůli velice nízkému NOPAT, který byl generován při zapojení relativně vysokého stavu NOA. Obě skutečnosti měly na výši EVA negativní dopad. V roce 2013 se EVA pohybuje v kladných hodnotách, což představuje na jedné straně pozitivní situaci, na straně druhé markantní propad po předcházejícím roce. Výkonnost Společnosti lze tedy hodnotit převážně pozitivně, docházelo především k tvorbě hodnoty, neboť kumulovaně za analyzované období činí EVA téměř 23 mil. Kč, přičemž dvě období se zápornou ekonomickou přidanou hodnotou byla střídána čtyřmi (patrně i pěti) obdobími s její kladnou výší.

Závěr

Provedená finanční analýza společnosti Choceňská mlékárna s.r.o. odhalila některé silné stránky v její výkonnosti, ale i úzká místa a případná rizika. Mezi významné skutečnosti patří výsledky analýzy účetních výkazů absolutními metodami. Zásadní bylo zjištění velice nízkého podílu vlastního kapitálu na celkových zdrojích, který se v průběhu sledované časové řady postupně navyšoval. Přesto cizí zdroje stále zaujímají dvě třetiny celkových pasiv, přičemž je téměř výhradně tvoří krátkodobý kapitál – krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Krátkodobý cizí kapitál tak představoval zejména mezi roky 2007 až 2011 stěžejní zdroj financování. Zlatá bilanční pravidla byla ve značné míře porušována, a i když nemusí mít v konkrétních podmínkách absolutní platnost, hodnoty zadluženosti Společnosti se jevily jako dlouhodobě neudržitelné. Z hlediska časové struktury pasiva nedostatečně odpovídala složení majetku, neboť pro krytí dlouhodobých aktiv se užívalo také krátkodobých zdrojů. Uvedené dokumentuje výpočet pracovního kapitálu, jenž se po celé analyzované období pohybuje v záporných hodnotách, a to velmi značně vyjma posledních roků 2012 a 2013, kdy dochází k určité korekci stavu. Společnost tak realizovala velmi agresivní strategii financování umožňující ovšem dosáhnout pákového efektu u rentability vlastního kapitálu.

Analýza výkazu zisku a ztráty přinesla další zajímavé poznatky. Od roku 2009 totiž tržby Společnosti, tvořené téměř výlučně výnosy z prodeje vlastních výrobků, rapidně vzrůstají. Navzdory tomu se všechny úrovně zisku v následujících dvou obdobích propadají na svá minima. Důvod spočívá ve výkonové spotřebě, která se vyvíjí někdy i protichůdně k objemu výkonů. Zkoumání výkazu také odhalilo významnou nákladovou položku ostatní finanční náklady značně ovlivňující realizovaný zisk. Nejúspěšnější roky 2009 a 2012 představovaly zlomová období, jak pro stav vlastního kapitálu, tak i pro dosahovanou výnosnost. Při rozkladu rentability celkového kapitálu bylo identifikováno, jaké příčiny se skrývaly za jejím výrazným poklesem mezi roky 2012 a 2013. Byla to především negativně působící výkonová spotřeba a na druhé straně pomyslných vah omezení ostatních finančních nákladů.

Z přehledu o peněžních tocích vyplývá takřka bezproblémový průběh cash flow. Společnost vyplácí podíly na zisku, realizuje investiční výdaje s ohledem na současnou situaci a v případě přebytku peněžních prostředků je schopna poskytnout půjčku. Přes

nízké ukazatele likvidit lze tuto oblast hodnotit pozitivně. Přispívá k tomu i skutečnost, že obchodní deficit je převážně záporný, a tak si Společnost udržuje výhodné postavení v rámci dodavatelsko-odběratelských vztahů.

Rovněž je možné považovat za žádoucí hodnoty ukazatele úrokového krytí, které neklesají pod úroveň 3,0, navzdory výrazně nižším ziskům v některých letech. To je samo o sobě také pozitivní, a sice že Společnost v žádném z období neupadla do ztráty. Analýza produktivity práce odhalila předstihující tempo růstu tržeb, přidané hodnoty či objemu produkce na zaměstnance před tempem růstu osobních nákladů.

Významným výstupem práce byla ovšem kalkulace ekonomické přidané hodnoty Společnosti. Zde, po nezbytných úpravách účetní rozvahy, došlo k vyčíslení čistých operačních aktiv. Posléze byl vyčíslen čistý operační zisk po dani, vážené průměrné náklady kapitálu, za přispění komplexní stovebnicové metody pro určení nákladů vlastního kapitálu, a nakonec ekonomická přidaná hodnota samotná. EVA je považována za klíčovou veličinu, neboť na jejím základě lze souhrnně zhodnotit finanční výkonnost Společnosti bez srovnávacího standardu. Vytvořená hodnota v letech 2009 a 2012 dalece přesahovala záporné výše EVA let 2010 a 2011. Společnost tedy především hodnotu tvořila, jak absolutní částkou, tak i počtem let, kdy EVA dosahovala kladné úrovně.

Celkově je tedy možné označit společnost Choceňská mlékárna s.r.o. za finančně zdravou, uspokojující nejen nároky poskytovatelů cizího kapitálu, ale i požadavky investorů do kapitálu vlastního. Možná doporučení by se týkala umírnění agresivní strategie financování, resp. pokračování v jejím zmírnění. Přesto je evidentní, že Společnost vysoké zapojení krátkodobého cizího kapitálu ustála a neměla problémy se splatností svých závazků. Nadále by bylo vhodné omezovat výši ostatních finančních nákladů, které ve značné míře odčerpávají potenciální zisk. V ohledu výkonové spotřeby se dá jen těžko vydat doporučení, neboť vývoj cen vstupních surovin z objektivních důvodů neleží v rukách vedení Společnosti. Možným řešením je udržování úzkých a dlouhodobých partnerských vztahů s dodavateli Společnosti.

Seznam použitých zdrojů

- Blaha, Z. S., Jindřichovská, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozšířené vydání. Praha : Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
- Grünwald, R., Holečková, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vydání I. Praha : Ekopress, 2009. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- Knápková, A., Pavelková, D., Šteker, K. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. 2., rozšířené vydání. Praha : Grada Publishing, 2013. 240 s. ISBN 978-80-247-4456-8
- Marek, P., aj. *Studijní průvodce financemi podniku*. Vydání II. Praha : Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.
- Mařík, M., aj. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. I. vydání. Praha : Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- Mařík, M., aj. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- Pavelková, D., Knápková, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vydání. Praha : Linde Praha, 2012. 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.
- Růčková, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. rozšířené vydání. Praha : Grada Publishing, 2011. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- Sedláček, J. *Finanční analýza podniku*. Vydání první. Brno : Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
- Synek, M., aj. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha : Grada Publishing, 2007. 464 s. ISBN 978-80-247-1992-4.
- Valach, J., aj. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přepracované a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2.
- Young, S. D., O'Byrne, S. F. *EVA® and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York : McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.

- <http://eklasa.cz/>
 - <http://eng.kurzy.cz/cnb/ekonomika/>
 - <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>
 - <http://www.chocenskamlekarna.cz/>
 - <http://www.patria.cz/>
 - <http://www.rozhlas.cz/portal/portal/>
 - <http://www.ucetnikavarna.cz/>
 - <http://www.upv.cz/cs.html>
 - <https://managementmania.com/cs/financi-analyza>
-
- vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví
 - zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví
 - zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech

Seznam použitých zkratk, tabulek, obrázků a grafů

Seznam použitých zkratk

A – aktiva

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

CF – *cash flow, peněžní tok*

CK – *cizí kapitál*

ČPT – *čistý peněžní tok*

d – *sazba daně z příjmů právnických osob*

DFM – *dlouhodobý finanční majetek*

DHM – *dlouhodobý hmotný majetek*

dl. – *dlouhodobý; např. dl. kapitál, dl. pohledávky*

DM – *dlouhodobý majetek*

DO – *doba obratu*

DPH – *daň z přidané hodnoty*

EAT – *výsledek po dani* (Earnings After Tax)

EBIT – *výsledek před úroky a daní* (Earnings Before Interest and Tax)

EBITDA – *výsledek před úroky, daní a odpisy* (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)

EBT – *výsledek před daní* (Earnings Before Tax)

EVA – *ekonomická přidaná hodnota* (Economic Value Added)

KFM – *krátkodobý finanční majetek*

kr. – *krátkodobý; např. kr. kapitál, kr. závazky*

KS – *konečný stav*

NA – *není k dispozici* (Not Available)

NOA – *čistá operační aktiva* (Net Operating Assets)

NOPAT – *čistý operační zisk po dani* (Net Operating Profit After Tax)

NOPBT – *čistý operační zisk před daní* (Net Operating Profit Before Tax)

NPO – *náklady příštích období*

NV – *nákladovost z výnosů*

OA – *oběžná aktiva*

OP – *opravné položky*

PE – *peněžní ekvivalenty*
 POCK – *počet obrátek aktiv, resp. celkového kapitálu*
 PS – *počáteční stav*
 Q – *čtvrtletí*
 RCK – *rentabilita celkového kapitálu*
 SW – *software*
 T – *tržby, resp. tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb*
 VHBO – *výsledek hospodaření běžného účetního období či jen VH jako výsledek hospodaření*
 VHML – *výsledek hospodaření minulých let*
 VK – *vlastní kapitál*
 WACC – *průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital)*
 ZK – *základní kapitál*
 ZM – *provozní ziskové rozpětí*
 ZS – *změna stavu*

Seznam tabulek

Tabulka 1 – Vývoj velikosti a struktury základního kapitálu	39
Tabulka 2 – Vertikální analýza aktiv	42
Tabulka 3 – Podíl krátkodobých pohledávek	43
Tabulka 4 – Vertikální analýza pasiv	44
Tabulka 5 – Podíl krátkodobých cizích zdrojů	45
Tabulka 6 – Horizontální analýza aktiv.....	46
Tabulka 7 – Horizontální analýza pasiv	47
Tabulka 8 - Horizontální analýza výkaz zisku a ztráty	49
Tabulka 9 – Počet zaměstnanců	50
Tabulka 10 – Shrnutí výkazu cash flow	53
Tabulka 11 – Transformace výsledku hospodaření na peněžní příjem	54
Tabulka 12 – Dynamika vývoje rentability	55
Tabulka 13 – Ukazatele rentability	56
Tabulka 14 – Rozklad rentability vlastního kapitálu v čisté podobě	58

Tabulka 15 – Rozklad rentability celkového kapitálu v hrubé podobě.....	58
Tabulka 16 – Primární rozklad rentability celkového kapitálu v hrubé podobě.....	59
Tabulka 17 – Terciární rozklad: nákladová větev.....	60
Tabulka 18 – Terciární rozklad: kapitálová větev.....	60
Tabulka 19 – Shrnutí rozkladu rentability celkového kapitálu v hrubé podobě.....	61
Tabulka 20 – Ukazatele likvidity.....	61
Tabulka 21 – Ukazatele aktivity.....	64
Tabulka 22 – Ukazatele zadluženosti.....	66
Tabulka 23 – Ukazatele solventnosti.....	67
Tabulka 24 – Vybraná finanční pravidla.....	68
Tabulka 25 – Ukazatele na bázi peněžních toků.....	70
Tabulka 26 – Ukazatele produktivity práce.....	71
Tabulka 27 – Úprava o nedokončené investice.....	72
Tabulka 28 – Úprava o software.....	73
Tabulka 29 – Úprava o dlouhodobý finanční majetek.....	74
Tabulka 30 – Úprava o krátkodobý finanční majetek.....	74
Tabulka 31 – Úprava o odloženou daňovou pohledávku.....	75
Tabulka 32 – Amortizační schéma leasingového závazku.....	76
Tabulka 33 – Úprava zachycení leasingového vztahu.....	76
Tabulka 34 – Vyčíslení čistých operačních aktiv.....	77
Tabulka 35 – Upravený „provozní“ výsledek hospodaření.....	78
Tabulka 36 – Kalkulace NOPBT.....	79
Tabulka 37 – Kalkulace daně z NOPBT a vyčíslení NOPAT.....	80
Tabulka 38 – Vyčíslení vážených průměrných nákladů kapitálu.....	81
Tabulka 39 – Ekonomická přidaná hodnota společnosti Choceňská mlékárna s.r.o.	81

Seznam obrázků a grafů

Graf 1 – Vývoj tržeb a vybraných hladin zisku Společnosti.....	51
Obrázek 1 – Vývoj ceny mléka 2008 - 2013.....	52
Graf 2 – Struktura a vývoj pracovního kapitálu Společnosti.....	63
Graf 3 – Vývoj obchodního deficitu.....	65

Přílohy

Příloha 1 – Výpis platných ochranných známek Společnosti²⁷

Druh: kombinovaná

Ochrana pro třídy: 29, 35, 39

Datum podání: 17. 5. 2000

Datum zápisu: 25. 6. 2001

Obnovena do: 17. 5. 2020



Druh: kombinovaná

Ochrana pro třídy: 16, 29, 30

Datum podání: 14. 7. 2008

Datum zápisu: 16. 12. 2009



Druh: kombinovaná

Ochrana pro třídy: 29, 35, 39

Datum podání: 18. 1. 2010

Datum zápisu: 30. 6. 2010

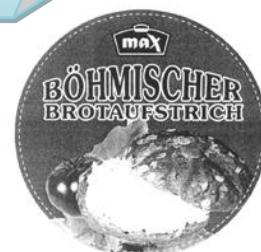


Druh: kombinovaná

Ochrana pro třídy: 16, 29, 30

Datum podání: 5. 1. 2006

Datum zápisu: 24. 5. 2006



Druh: kombinovaná

Ochrana pro třídu: 29

Datum podání: 22. 4. 2003

Datum zápisu: 26. 4. 2005

Obnovena do: 22. 4. 2023



Druh: slovní

Znění: **CHOCEŇSKÁ MLÉKÁRNA**

Ochrana pro třídy: 29, 35, 39

Datum podání: 17. 5. 2000

Datum zápisu: 30. 7. 2001

Obnovena do: 17. 5. 2020

²⁷ Zdroj: <http://isdv.upv.cz/portal/pls/portal/portlets.ozs.lst>. Z důvodu lepší ochrany jsou ochranné známky registrovány nebarevné.

Příloha 2 – Rozvaha a Výkaz zisku a ztráty Společnosti za období 2007 – 2013 (tis. Kč)²⁸

	(Hodnoty netto)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 31 + 63)	182 084	180 427	182 288	189 491	179 662	205 584	237 792
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 13 + 23)	88 434	86 090	84 524	90 532	85 235	97 109	103 512
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 12)	0	0	0	0	0	0	0
B. I. 1	Zřizovací výdaje							
2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje							
3	Software							
4	Ocenitelná práva							
5	Goodwill							
6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek							
7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek							
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek							
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	88 414	86 070	84 504	90 512	85 235	97 109	100 512
B. II. 1	Pozemky	3 961	3 961	3 961	4 094	4 094	3 526	3 526
2	Stavby	60 426	59 130	56 340	60 151	59 366	57 719	54 823
3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	23 033	22 632	23 196	25 992	20 460	20 845	26 025
4	Pěstitelské celky trvalých porostů							
5	Dospělá zvířata a jejich skupiny							
6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek							
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	826	347	1 007	275	1 174	15 019	16 138
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	168				141		
9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku							
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)	20	20	20	20	0	0	3 000
B. III. 1	Podíly - ovládaná osoba a řízená osoba							
2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem							
3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	20	20	20	20			
4	Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv							
5	Jiný dlouhodobý finanční majetek							3 000
6	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek							
7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek							
C.	Oběžná aktiva (ř. 32 + 39 + 48 + 58)	93 145	94 133	97 559	98 873	94 373	108 351	133 530
C. I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	16 035	17 277	14 809	15 838	16 112	17 683	18 728
C. I. 1	Materiál	7 853	10 139	9 086	7 957	7 360	9 359	9 663
2	Nedokončená výroba a polotovary	1 552	589	1 241	1 225	1 226	1 484	2 209
3	Výrobky	4 559	5 499	3 443	6 091	7 407	6 722	6 764
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny							
5	Zboží	95	74	63	65	95	100	92

²⁸ Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

6	Poskytnuté zálohy na zásoby	1 976	976	976	500	24	18	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)	0	0	0	0	0	0	5 429
C. II. 1	Pohledávky z obchodních vztahů							
2	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba							
3	Pohledávky - podstatný vliv							
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení							
5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy							1 429
6	Dohadné účty aktivní							
7	Jiné pohledávky							4 000
8	Odložená daňová pohledávka							
C. III.	Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)	76 495	76 377	81 218	81 602	77 736	78 841	108 817
C. III. 1	Pohledávky z obchodních vztahů	69 318	73 322	77 582	77 370	71 892	72 812	95 991
2	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba							
3	Pohledávky - podstatný vliv							
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	2 521						
5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění							
6	Stát - daňové pohledávky	3 665	1 956	2 196	3 491	4 974	5 209	7 948
7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	820	984	1 374	688	853	818	832
8	Dohadné účty aktivní	77	62					
9	Jiné pohledávky	94	53	66	53	17	2	4 046
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)	615	479	1 532	1 433	525	11 827	556
C. IV. 1	Peníze	445	254	636	587	124	82	101
2	Účty v bankách	170	225	896	846	401	11 745	455
3	Krátkodobý cenné papíry a podíly							
4	Požizovaný krátkodobý finanční majetek							
D. I.	Časové rozlišení (ř. 64 až 66)	505	204	205	86	54	124	750
D. I. 1	Náklady příštích období	505	203	139	10	54	124	200
2	Komplexní náklady příštích období							
3	Příjmy příštích období		1	66	76			550

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	PASIVA CELKEM (ř. 68 + 88 + 121)	182 084	180 427	182 288	189 491	179 662	205 584	237 792
A.	Vlastní kapitál (ř. 69 + 73 + 80 + 83 + 87)	29 466	29 493	49 107	47 311	50 049	74 399	83 704
A. I.	Základní kapitál (ř. 70 až 72)	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
	1 Základní kapitál	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
	2 Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)							
	3 Změny základního kapitálu							
A. II.	Kapitálové fondy (ř. 74 až 79)	4 344	4 344	4 344	4 344	4 344	4 344	4 344
A. II. 1	Emisní ážio							
	2 Ostatní kapitálové fondy	4 344	4 344	4 344	4 344	4 344	4 344	4 344
	3 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků							
	4 Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách							
	5 Rozdíly z přeměn společností							
	6 Rozdíly z ocenění při přeměnách společností							
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 81 + 82)	1 750	1 750	1 750	1 750	1 750	1 750	1 750
A. III. 1	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	1 750	1 750	1 750	1 750	1 750	1 750	1 750
	2 Statutární a ostatní fondy							
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř. 84 až 86)	9 243	9 673	16 399	30 513	34 215	36 955	61 305
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	9 243	9 673	16 399	30 513	34 215	36 955	61 305
	2 Neuhrazená ztráta minulých let							
	3 Jiný výsledek hospodaření minulých let							
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) [ř. 01 - (69 + 73 + 80 + 83 + 88 + 121)]	7 129	6 726	19 614	3 704	2 740	24 350	9 305
B.	Cizí zdroje (ř. 89 + 94 + 105 + 117)	152 618	150 934	125 375	135 632	126 449	129 439	151 597
B. I.	Rezervy (ř. 90 až 93)	0	1 000	2 000	0	474	3 200	2 919
B. I. 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů		1 000	2 000				
	2 Rezerva na důchody a podobné závazky							
	3 Rezerva na daň z příjmů				0			
	4 Ostatní rezervy				0	474	3 200	2 919
B. II.	Dlouhodobé závazky (ř. 95 až 104)	0	0	0	480	460	135	0
B. II. 1	Závazky z obchodních vztahů							
	2 Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba							
	3 Závazky - podstatný vliv							
	4 Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení							
	5 Dlouhodobé přijaté zálohy							
	6 Vydané dluhopisy							
	7 Dlouhodobé směnky k úhradě							
	8 Dohadné účty pasivní							
	9 Jiné závazky							
	10 Odložený daňový závazek				480	460	135	
B. III.	Krátkodobé závazky (ř. 106 až 116)	82 700	90 522	73 157	89 451	85 361	87 534	102 318
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	76 465	82 308	67 448	85 760	76 952	79 526	92 378
	2 Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba					5 000		4 000

3	Závazky - podstatný vliv							
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení							
5	Závazky k zaměstnancům	1 648	1 725	2 547	2 094	1 989	2 722	2 246
6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	824	840	1 137	1 192	1 129	1 489	1 271
7	Stát - daňové závazky a dotace	225	169	1 991	279	263	3 748	323
8	Krátkodobé přijaté zálohy							
9	Vydané dluhopisy							
10	Dohadné účty pasivní	3 509	5 451		15	9	20	2 046
11	Jiné závazky	29	29	34	111	19	29	54
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 118 až 120)	69 918	59 412	50 218	45 701	40 154	38 570	46 360
B. IV. 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	31 692	21 467	14 574	9 869	4 764	15 915	19 542
2	Krátkodobé bankovní úvěry	38 226	37 945	35 644	35 832	35 390	22 655	26 818
3	Krátkodobé finanční výpomoci							
C. I.	Časové rozlišení (ř. 122 + 123)	0	0	7 806	6 548	3 164	1 746	2 491
C. I. 1	Výdaje příštích období			7 806	6 548	3 164	1 746	2 491
2	Výnosy příštích období			0				

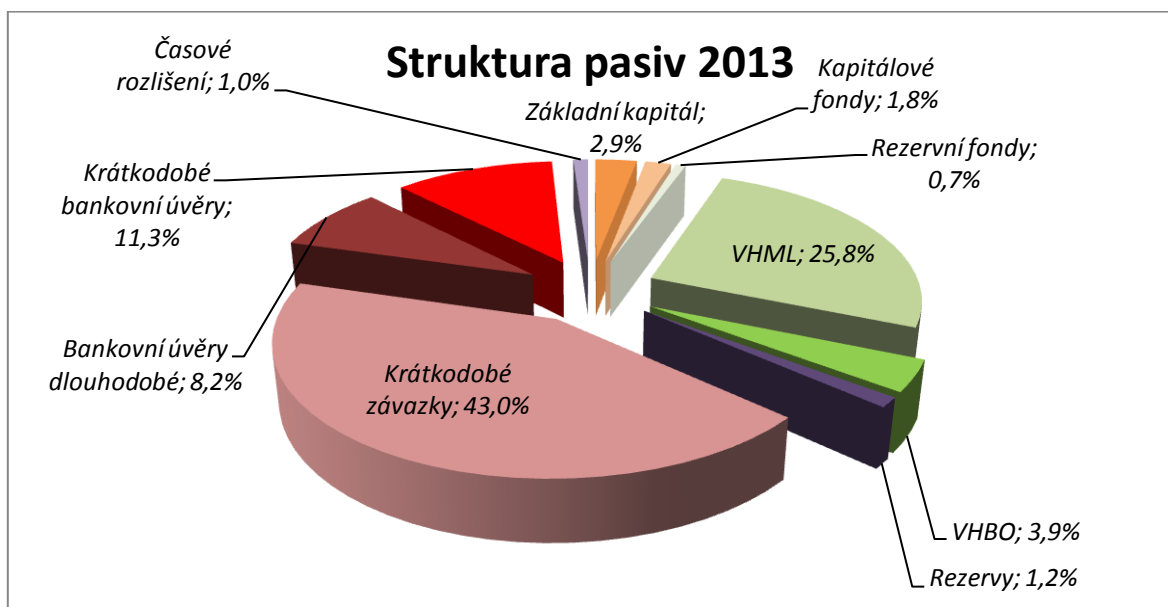
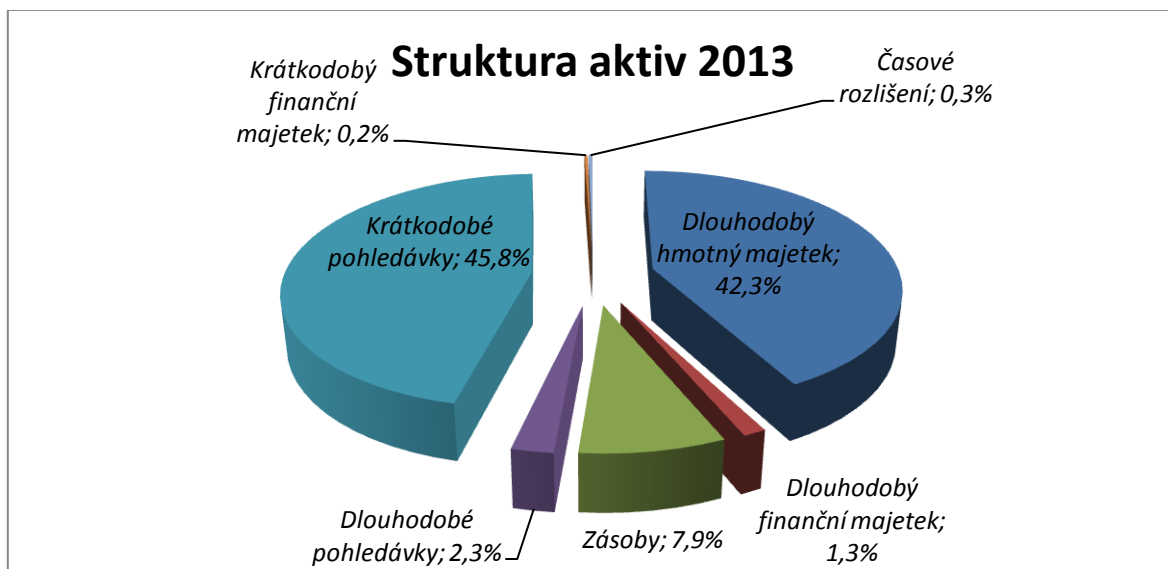
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I.	Tržby za prodej zboží	5 418	4 795	3 771	4 423	5 046	5 542	6 139
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	4 759	4 338	3 312	3 631	4 201	4 568	5 076
+	Obchodní marže (ř. 01 - 02)	659	457	459	792	845	974	1 063
II.	Výkony (ř. 05 + 06 + 07)	472 128	485 763	483 664	515 014	570 414	593 693	620 418
II. 1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	461 419	476 061	476 456	502 596	557 714	582 376	607 261
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	834	-21	-1 406	3 091	1 729	-65	1 205
3	Aktivace	9 875	9 723	8 614	9 327	10 971	11 382	11 952
B.	Výkonová spotřeba (ř. 09 + 10)	398 819	401 385	375 992	426 962	484 513	470 577	532 728
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	352 298	349 254	309 332	366 007	411 475	390 569	443 015
B. 2	Služby	46 521	52 131	66 660	60 955	73 038	80 008	89 713
+	Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 08)	73 968	84 835	108 131	88 844	86 746	124 090	88 753
C.	Osobní náklady	33 072	35 691	36 493	36 904	37 123	38 465	39 540
C. 1	Mzdové náklady	23 643	25 603	26 879	26 744	26 829	27 993	28 779
C. 2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	102	108					
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	8 341	9 020	8 599	9 068	9 212	9 319	9 600
C. 4	Sociální náklady	986	960	1 015	1 092	1 082	1 153	1 161
D.	Daně a poplatky	113	126	133	485	334	274	278
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	6 853	8 034	7 820	8 254	8 908	7 578	7 593
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 + 21)	1 504	655	1 520	519	394	1 151	220
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	613	114	175	105	68	305	
2	Tržby z prodeje materiálu	891	541	1 345	414	326	846	220
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)	1 275	927	2 589	685	589	844	179
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	155		7				
F. 2	Prodaný materiál	1 120	927	2 582	685	589	844	179
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-2 616	1 082	-4 889	-1 945	474	-793	-241
IV.	Ostatní provozní výnosy	68	-48	425	270	199	846	532
H.	Ostatní provozní náklady	3 380	774	8 754	1 656	781	4 980	1 607
*	Provozní výsledek hospodaření	33 463	38 808	59 176	43 594	39 130	74 739	40 549
J.	Prodané cenné papíry a podíly					20		
K.	Náklady z finančního majetku					1 500		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti					-1 500		
X.	Výnosové úroky	33	96	2	5	4	1	70
N.	Nákladové úroky	3 539	4 115	2 712	1 994	1 358	1 085	802
XI.	Ostatní finanční výnosy	88	76	28	64	239	659	783
O.	Ostatní finanční náklady	21 108	26 455	33 446	36 470	34 565	44 055	29 080
*	Finanční výsledek hospodaření	-24 526	-30 398	-36 128	-38 395	-35 700	-44 480	-29 029
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50 + 51)	1 808	1 684	3 434	1 495	690	5 909	2 215
Q. 1	-splatná	1 808	1 684	3 434	1 015	710	6 234	2 350
Q. 2	-odložená				480	-20	-325	-135
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30 + 48 - 49)	7 129	6 726	19 614	3 704	2 740	24 350	9 305
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53 - 54 -55)	0	0	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 52 + 58 - 59)	7 129	6 726	19 614	3 704	2 740	24 350	9 305
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48 + 53 - 54)	8 937	8 410	23 048	5 199	3 430	30 259	11 520

Příloha 3 – Vertikální analýza rozvahy Společnosti (úplná podoba)²⁹

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
B.	Dlouhodobý majetek	48,6%	47,7%	46,4%	47,8%	47,4%	47,2%	43,5%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-	-	-	-
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	48,6%	47,7%	46,4%	47,8%	47,4%	47,2%	42,3%
B. II. 1	<i>Pozemky</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	1,7%	1,5%
B. II. 2	<i>Stavby</i>	33,2%	32,8%	30,9%	31,7%	33,0%	28,1%	23,1%
B. II. 3	<i>Samostatné movité věci a soubory movitých věcí</i>	12,6%	12,5%	12,7%	13,7%	11,4%	10,1%	10,9%
B. II. 7	<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek</i>	0,5%	0,2%	0,6%	0,1%	0,7%	7,3%	6,8%
B. II. 8	<i>Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek</i>	0,1%	-	-	-	0,1%	-	-
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	1,3%
B. III. 3	<i>Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
B. III. 5	<i>Jiný dlouhodobý finanční majetek</i>	-	-	-	-	-	-	1,3%
C.	Oběžná aktiva	51,2%	52,2%	53,5%	52,2%	52,5%	52,7%	56,2%
C. I.	Zásoby	8,8%	9,6%	8,1%	8,4%	9,0%	8,6%	7,9%
C. I. 1	<i>Materiál</i>	4,3%	5,6%	5,0%	4,2%	4,1%	4,6%	4,1%
C. I. 2	<i>Nedokončená výroba a polotovary</i>	0,9%	0,3%	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%	0,9%
C. I. 3	<i>Výrobky</i>	2,5%	3,0%	1,9%	3,2%	4,1%	3,3%	2,8%
C. I. 5	<i>Zboží</i>	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
C. I. 6	<i>Poskytnuté zálohy na zásoby</i>	1,1%	0,5%	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	-	-	-	-	-	-	2,3%
C. II. 5	<i>Dlouhodobé poskytnuté zálohy</i>	-	-	-	-	-	-	0,6%
C. II. 7	<i>Jiné pohledávky</i>	-	-	-	-	-	-	1,7%
C. III.	Krátkodobé pohledávky	42,0%	42,3%	44,6%	43,1%	43,3%	38,3%	45,8%
C. III. 1	<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	38,1%	40,6%	42,6%	40,8%	40,0%	35,4%	40,4%
C. III. 4	<i>Pohledávky za společníky</i>	1,4%	-	-	-	-	-	-
C. III. 6	<i>Stát - daňové pohledávky</i>	2,0%	1,1%	1,2%	1,8%	2,8%	2,5%	3,3%
C. III. 7	<i>Krátkodobé poskytnuté zálohy</i>	0,5%	0,5%	0,8%	0,4%	0,5%	0,4%	0,3%
C. III. 8	<i>Dohadné účty aktivní</i>	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
C. III. 9	<i>Jiné pohledávky</i>	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	0,3%	0,3%	0,8%	0,8%	0,3%	5,8%	0,2%
C. IV. 1	<i>Peníze</i>	0,2%	0,1%	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%
C. IV. 2	<i>Účty v bankách</i>	0,1%	0,1%	0,5%	0,4%	0,2%	5,7%	0,2%
D. I.	Časové rozlišení	0,3%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%
D. I. 1	<i>Náklady příštích období</i>	0,3%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
D. I. 3	<i>Příjmy příštích období</i>	-	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	0,2%

²⁹ Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PASIVA CELKEM		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
A.	Vlastní kapitál	16,2%	16,3%	26,9%	25,0%	27,9%	36,2%	35,2%
A. I.	Základní kapitál	3,8%	3,9%	3,8%	3,7%	3,9%	3,4%	2,9%
A. II.	Kapitálové fondy	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,4%	2,1%	1,8%
A. III.	Rezervní fondy	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	1,0%	0,9%	0,7%
A. IV.	VHML	5,1%	5,4%	9,0%	16,1%	19,0%	18,0%	25,8%
A. V.	VHBO	3,9%	3,7%	10,8%	2,0%	1,5%	11,8%	3,9%
B.	Cizí zdroje	83,8%	83,7%	68,8%	71,6%	70,4%	63,0%	63,8%
B. I.	Rezervy	-	0,6%	1,1%	-	0,3%	1,6%	1,2%
B. I. 1	<i>Rezervy podle zvláštních právních předpisů</i>	-	0,6%	1,1%	-	-	-	-
B. I. 4	<i>Ostatní rezervy</i>	-	-	-	-	0,3%	1,6%	1,2%
B. II.	Dlouhodobé závazky	-	-	-	0,3%	0,3%	0,1%	-
B. II. 10	<i>Odložený daňový závazek</i>	-	-	-	0,3%	0,3%	0,1%	-
B. III.	Krátkodobé závazky	45,4%	50,2%	40,1%	47,2%	47,5%	42,6%	43,0%
B. III. 1	<i>Závazky z obchodních vztahů</i>	42,0%	45,6%	37,0%	45,3%	42,8%	38,7%	38,8%
B. III. 2	<i>Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba</i>	-	-	-	-	2,8%	-	1,7%
B. III. 5	<i>Závazky k zaměstnancům</i>	0,9%	1,0%	1,4%	1,1%	1,1%	1,3%	0,9%
B. III. 6	<i>Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění</i>	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,5%
B. III. 7	<i>Stát - daňové závazky a dotace</i>	0,1%	0,1%	1,1%	0,1%	0,1%	1,8%	0,1%
B. III. 10	<i>Dohadné účty pasivní</i>	1,9%	3,0%	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%
B. III. 11	<i>Jiné závazky</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	38,4%	32,9%	27,5%	24,1%	22,3%	18,8%	19,5%
B. IV. 1	<i>Bankovní úvěry dlouhodobé</i>	17,4%	11,9%	8,0%	5,2%	2,7%	7,7%	8,2%
B. IV. 2	<i>Krátkodobé bankovní úvěry</i>	21,0%	21,0%	19,6%	18,9%	19,7%	11,0%	11,3%
C. I.	Časové rozlišení	-	-	4,3%	3,5%	1,8%	0,8%	1,0%
C. I. 1	<i>Výdaje příštích období</i>	-	-	4,3%	3,5%	1,8%	0,8%	1,0%



Příloha 4 – Horizontální analýza rozvahy Společnosti (úplná podoba)³⁰

		relativní změna						absolutní změna (tis. Kč)					
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM		-0,9%	1,0%	4,0%	-5,2%	14,4%	15,7%	-1 657	1 861	7 203	-9 829	25 922	32 208
B.	Dlouhodobý majetek	-2,7%	-1,8%	7,1%	-5,9%	13,9%	6,6%	-2 344	-1 566	6 008	-5 297	11 874	6 403
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-2,7%	-1,8%	7,1%	-5,8%	13,9%	3,5%	-2 344	-1 566	6 008	-5 277	11 874	3 403
<i>B. II. 1</i>	<i>Pozemky</i>	0,0%	0,0%	3,4%	0,0%	-13,9%	0,0%	0	0	133	0	-568	0
<i>B. II. 2</i>	<i>Stavby</i>	-2,1%	-4,7%	6,8%	-1,3%	-2,8%	-5,0%	-1 296	-2 790	3 811	-785	-1 647	-2 896
<i>B. II. 3</i>	<i>Samostatné movité věci a soubory movitých věcí</i>	-1,7%	2,5%	12,1%	-21,3%	1,9%	24,9%	-401	564	2 796	-5 532	385	5 180
<i>B. II. 7</i>	<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek</i>	-58,0%	190,2%	-72,7%	326,9%	1179,3%	7,5%	-479	660	-732	899	13 845	1 119
<i>B. II. 8</i>	<i>Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek</i>	-100,0%	-	-	100,0%	-100,0%	0,0%	-168	-	-	141	-141	-
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	-	100,0%	0	0	0	-20	0	3 000
<i>B. III. 3</i>	<i>Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly</i>	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	-	-	0	0	0	-20	-	-
<i>B. III. 5</i>	<i>Jiný dlouhodobý finanční majetek</i>	-	-	-	-	-	100,0%	-	-	-	-	-	3 000
C.	Oběžná aktiva	1,1%	3,6%	1,3%	-4,6%	14,8%	23,2%	988	3 426	1 314	-4 500	13 978	25 179
C. I.	Zásoby	7,7%	-14,3%	6,9%	1,7%	9,8%	5,9%	1 242	-2 468	1 029	274	1 571	1 045
<i>C. I. 1</i>	<i>Materiál</i>	29,1%	-10,4%	-12,4%	-7,5%	27,2%	3,2%	2 286	-1 053	-1 129	-597	1 999	304
<i>C. I. 2</i>	<i>Nedokončená výroba a polotovary</i>	-62,0%	110,7%	-1,3%	0,1%	21,0%	48,9%	-963	652	-16	1	258	725
<i>C. I. 3</i>	<i>Výrobky</i>	20,6%	-37,4%	76,9%	21,6%	-9,2%	0,6%	940	-2 056	2 648	1 316	-685	42
<i>C. I. 5</i>	<i>Zboží</i>	-22,1%	-14,9%	3,2%	46,2%	5,3%	-8,0%	-21	-11	2	30	5	-8
<i>C. I. 6</i>	<i>Poskytnuté zálohy na zásoby</i>	-50,6%	0,0%	-48,8%	-95,2%	-25,0%	-100,0%	-1 000	0	-476	-476	-6	-18
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	-	-	-	-	-	100,0%	-	-	-	-	-	5 429
<i>C. II. 5</i>	<i>Dlouhodobé poskytnuté zálohy</i>	-	-	-	-	-	100,0%	-	-	-	-	-	1 429
<i>C. II. 7</i>	<i>Jiné pohledávky</i>	-	-	-	-	-	100,0%	-	-	-	-	-	4 000

³⁰ Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

C. III.	Krátkodobé pohledávky	-0,2%	6,3%	0,5%	-4,7%	1,4%	38,0%	-118	4 841	384	-3 866	1 105	29 976
C. III. 1	Pohledávky z obchodních vztahů	5,8%	5,8%	-0,3%	-7,1%	1,3%	31,8%	4 004	4 260	-212	-5 478	920	23 179
C. III. 4	Pohledávky za společnosti	-100,0%	-	-	-	-	-	-2 521	-	-	-	-	-
C. III. 6	Stát - daňové pohledávky	-46,6%	12,3%	59,0%	42,5%	4,7%	52,6%	-1 709	240	1 295	1 483	235	2 739
C. III. 7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	20,0%	39,6%	-49,9%	24,0%	-4,1%	1,7%	164	390	-686	165	-35	14
C. III. 8	Dohadné účty aktivní	-19,5%	-100,0%	-	-	-	-	-15	-62	-	-	-	-
C. III. 9	Jiné pohledávky	-43,6%	24,5%	-19,7%	-67,9%	-88,2%	202200,0%	-41	13	-13	-36	-15	4 044
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	-22,1%	219,8%	-6,5%	-63,4%	2152,8%	-95,3%	-136	1 053	-99	-908	11 302	-11 271
C. IV. 1	Peníze	-42,9%	150,4%	-7,7%	-78,9%	-33,9%	23,2%	-191	382	-49	-463	-42	19
C. IV. 2	Účty v bankách	32,4%	298,2%	-5,6%	-52,6%	2828,9%	-96,1%	55	671	-50	-445	11 344	-11 290
D. I.	Časové rozlišení	-59,6%	0,5%	-58,0%	-37,2%	129,6%	504,8%	-301	1	-119	-32	70	626
D. I. 1	Náklady příštích období	-59,8%	-31,5%	-92,8%	440,0%	129,6%	61,3%	-302	-64	-129	44	70	76
D. I. 3	Příjmy příštích období	100,0%	6500,0%	15,2%	-100,0%	-	100,0%	1	65	10	-76	-	550

		relativní změna						absolutní změna (tis. Kč)					
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PASIVA CELKEM		-0,9%	1,0%	4,0%	-5,2%	14,4%	15,7%	-1 657	1 861	7 203	-9 829	25 922	32 208
A.	Vlastní kapitál	0,1%	66,5%	-3,7%	5,8%	48,7%	12,5%	27	19 614	-1 796	2 738	24 350	9 305
A. I.	Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0	0	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0	0	0	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0	0	0	0	0	0
A. IV.	VHML	4,7%	69,5%	86,1%	12,1%	8,0%	65,9%	430	6 726	14 114	3 702	2 740	24 350
A. V.	VHBO	-5,7%	191,6%	-81,1%	-26,0%	788,7%	-61,8%	-403	12 888	-15 910	-964	21 610	-15 045
B.	Cizí zdroje	-1,1%	-16,9%	8,2%	-6,8%	2,4%	17,1%	-1 684	-25 559	10 257	-9 183	2 990	22 158
B. I.	Rezervy	100,0%	100,0%	-100,0%	100,0%	575,1%	-8,8%	1 000	1 000	-2 000	474	2 726	-281
B. I. 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	100,0%	100,0%	-100,0%	-	-	-	1 000	1 000	-2 000	-	-	-
B. I. 4	Ostatní rezervy	-	-	-	100,0%	575,1%	-8,8%	-	-	-	474	2 726	-281
B. II.	Dlouhodobé závazky	-	-	100,0%	-4,2%	-70,7%	-100,0%	-	-	480	-20	-325	-135
B. II. 10	Odložený daňový závazek	-	-	100,0%	-4,2%	-70,7%	-	-	-	480	-20	-325	-135
B. III.	Krátkodobé závazky	9,5%	-19,2%	22,3%	-4,6%	2,5%	16,9%	7 822	-17 365	16 294	-4 090	2 173	14 784
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	7,6%	-18,1%	27,1%	-10,3%	3,3%	16,2%	5 843	-14 860	18 312	-8 808	2 574	12 852
B. III. 2	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	-	-	-	100,0%	-100,0%	100,0%	-	-	-	5 000	-5 000	4 000
B. III. 5	Závazky k zaměstnancům	4,7%	47,7%	-17,8%	-5,0%	36,9%	-17,5%	77	822	-453	-105	733	-476
B. III. 6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1,9%	35,4%	4,8%	-5,3%	31,9%	-14,6%	16	297	55	-63	360	-218
B. III. 7	Stát - daňové závazky a dotace	-24,9%	1078,1%	-86,0%	-5,7%	1325,1%	-91,4%	-56	1 822	-1 712	-16	3 485	-3 425
B. III. 10	Dohadné účty pasivní	55,3%	-100,0%	100,0%	-40,0%	122,2%	10130,0%	1 942	-5 451	15	-6	11	2 026
B. III. 11	Jiné závazky	0,0%	17,2%	226,5%	-82,9%	52,6%	86,2%	0	5	77	-92	10	25
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	-15,0%	-15,5%	-9,0%	-12,1%	-3,9%	20,2%	-10 506	-9 194	-4 517	-5 547	-1 584	7 790
B. IV. 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	-32,3%	-32,1%	-32,3%	-51,7%	234,1%	22,8%	-10 225	-6 893	-4 705	-5 105	11 151	3 627
B. IV. 2	Krátkodobé bankovní úvěry	-0,7%	-6,1%	0,5%	-1,2%	-36,0%	18,4%	-281	-2 301	188	-442	-12 735	4 163
C. I.	Časové rozlišení	-	100,0%	-16,1%	-51,7%	-44,8%	42,7%	-	7 806	-1 258	-3 384	-1 418	745
C. I. 1	Výdaje příštích období	-	100,0%	-16,1%	-51,7%	-44,8%	42,7%	-	7 806	-1 258	-3 384	-1 418	745

Příloha 5 – Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty Společnosti (úplná podoba)³¹

		relativní změna						absolutní změna (tis. Kč)					
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I.	Tržby za prodej zboží	-11,5%	-21,4%	17,3%	14,1%	9,8%	10,8%	-623	-1 024	652	623	496	597
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	-8,8%	-23,7%	9,6%	15,7%	8,7%	11,1%	-421	-1 026	319	570	367	508
+	Obchodní marže	-30,7%	0,4%	72,5%	6,7%	15,3%	9,1%	-202	2	333	53	129	89
II.	Výkony	2,9%	-0,4%	6,5%	10,8%	4,1%	4,5%	13 635	-2 099	31 350	55 400	23 279	26 725
II. 1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3,2%	0,1%	5,5%	11,0%	4,4%	4,3%	14 642	395	26 140	55 118	24 662	24 885
II. 2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-102,5%	6595,2%	-319,8%	-44,1%	-103,8%	-1953,8%	-855	-1 385	4 497	-1 362	-1 794	1 270
II. 3	Aktivace	-1,5%	-11,4%	8,3%	17,6%	3,7%	5,0%	-152	-1 109	713	1 644	411	570
B.	Výkonová spotřeba	0,6%	-6,3%	13,6%	13,5%	-2,9%	13,2%	2 566	-25 393	50 970	57 551	-13 936	62 151
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	-0,9%	-11,4%	18,3%	12,4%	-5,1%	13,4%	-3 044	-39 922	56 675	45 468	-20 906	52 446
B. 2	Služby	12,1%	27,9%	-8,6%	19,8%	9,5%	12,1%	5 610	14 529	-5 705	12 083	6 970	9 705
+	Přidaná hodnota	14,7%	27,5%	-17,8%	-2,4%	43,0%	-28,5%	10 867	23 296	-19 287	-2 098	37 344	-35 337
C.	Osobní náklady	7,9%	2,2%	1,1%	0,6%	3,6%	2,8%	2 619	802	411	219	1 342	1 075
C. 1	Mzdové náklady	8,3%	5,0%	-0,5%	0,3%	4,3%	2,8%	1 960	1 276	-135	85	1 164	786
C. 2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	5,9%	-100,0%	-	-	-	-	6	-108	-	-	-	0
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	8,1%	-4,7%	5,5%	1,6%	1,2%	3,0%	679	-421	469	144	107	281
C. 4	Sociální náklady	-2,6%	5,7%	7,6%	-0,9%	6,6%	0,7%	-26	55	77	-10	71	8
D.	Daně a poplatky	11,5%	5,6%	264,7%	-31,1%	-18,0%	1,5%	13	7	352	-151	-60	4
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	17,2%	-2,7%	5,5%	7,9%	-14,9%	0,2%	1 181	-214	434	654	-1 330	15
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-56,4%	132,1%	-65,9%	-24,1%	192,1%	-80,9%	-849	865	-1 001	-125	757	-931
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-81,4%	53,5%	-40,0%	-35,2%	348,5%	-100,0%	-499	61	-70	-37	237	-305
III. 2	Tržby z prodeje materiálu	-39,3%	148,6%	-69,2%	-21,3%	159,5%	-74,0%	-350	804	-931	-88	520	-626

³¹ Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-27,3%	179,3%	-73,5%	-14,0%	43,3%	-78,8%	-348	1 662	-1 904	-96	255	-665
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-100,0%	100,0%	-100,0%	-	-	-	-155	7	-7	-	-	0
F. 2	Prodaný materiál	-17,2%	178,5%	-73,5%	-14,0%	43,3%	-78,8%	-193	1 655	-1 897	-96	255	-665
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-141,4%	-551,8%	-60,2%	-124,4%	-267,3%	-69,6%	3 698	-5 971	2 944	2 419	-1 267	552
IV.	Ostatní provozní výnosy	-170,6%	-985,4%	-36,5%	-26,3%	325,1%	-37,1%	-116	473	-155	-71	647	-314
H.	Ostatní provozní náklady	-77,1%	1031,0%	-81,1%	-52,8%	537,6%	-67,7%	-2 606	7 980	-7 098	-875	4 199	-3 373
*	Provozní výsledek hospodaření	16,0%	52,5%	-26,3%	-10,2%	91,0%	-45,7%	5 345	20 368	-15 582	-4 464	35 609	-34 190
J.	Prodané cenné papíry a podíly	-	-	-	100,0%	-100,0%	-	-	-	-	20	-20	-
K.	Náklady z finančního majetku	-	-	-	100,0%	-100,0%	-	-	-	-	1 500	-1 500	-
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-	-	-	100,0%	-100,0%	-	-	-	-	-1 500	1 500	-
X.	Výnosové úroky	190,9%	-97,9%	150,0%	-20,0%	-75,0%	6900,0%	63	-94	3	-1	-3	69
N.	Nákladové úroky	16,3%	-34,1%	-26,5%	-31,9%	-20,1%	-26,1%	576	-1 403	-718	-636	-273	-283
XI.	Ostatní finanční výnosy	-13,6%	-63,2%	128,6%	273,4%	175,7%	18,8%	-12	-48	36	175	420	124
O.	Ostatní finanční náklady	25,3%	26,4%	9,0%	-5,2%	27,5%	-34,0%	5 347	6 991	3 024	-1 905	9 490	-14 975
*	Finanční výsledek hospodaření	23,9%	18,8%	6,3%	-7,0%	24,6%	-34,7%	-5 872	-5 730	-2 267	2 695	-8 780	15 451
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	-6,9%	103,9%	-56,5%	-53,8%	756,4%	-62,5%	-124	1 750	-1 939	-805	5 219	-3 694
Q. 1	-splatná	-6,9%	103,9%	-70,4%	-30,0%	778,0%	-62,3%	-124	1 750	-2 419	-305	5 524	-3 884
Q. 2	-odložená	-	-	100,0%	-104,2%	-1525,0%	58,5%	-	-	480	-500	-305	190
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-5,7%	191,6%	-81,1%	-26,0%	788,7%	-61,8%	-403	12 888	-15 910	-964	21 610	-15 045
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-5,7%	191,6%	-81,1%	-26,0%	788,7%	-61,8%	-403	12 888	-15 910	-964	21 610	-15 045
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-5,9%	174,1%	-77,4%	-34,0%	782,2%	-61,9%	-527	14 638	-17 849	-1 769	26 829	-18 739

Příloha 6 – Podklady pro zjištění příčin ve změně hodnoty rentability celkového kapitálu Společnosti v hrubé podobě³²

Nákladová větev							
Dílčí ukazatelé nákladovosti z výnosů	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Náklady na prodané zboží	0,993%	0,883%	0,677%	0,698%	0,729%	0,759%	0,808%
Spotřeba materiálu a energie	73,512%	71,082%	63,205%	70,346%	71,400%	64,890%	70,526%
Služby	9,707%	10,610%	13,620%	11,715%	12,674%	13,293%	14,282%
Osobní náklady	6,901%	7,264%	7,457%	7,093%	6,442%	6,391%	6,295%
Daně a poplatky	0,024%	0,026%	0,027%	0,093%	0,058%	0,046%	0,044%
Odpisy DHM	1,430%	1,635%	1,598%	1,586%	1,546%	1,259%	1,209%
ZC prodaného DM a mař.	0,266%	0,189%	0,529%	0,132%	0,102%	0,140%	0,028%
Ostatní provozní náklady	0,705%	0,158%	1,789%	0,318%	0,136%	0,827%	0,256%
ZS rez., OP a komplexních NPO	-0,546%	0,220%	-0,999%	-0,374%	0,082%	-0,132%	-0,038%
Ostatní finanční náklady	4,404%	5,384%	6,834%	7,009%	5,998%	7,319%	4,629%
Nákladovost z výnosů celkem	97,397%	97,451%	94,737%	98,618%	99,169%	94,792%	98,038%

Kapitálová větev							
Dílčí ukazatelé doby obratu aktiv	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-	-	-	-
Dlouhodobý hmotný majetek	59,34	64,81	63,61	61,39	55,66	55,29	57,41
Dlouhodobý finanční majetek	0,02	0,01	0,01	0,01	-	0	0,87
Zásoby	11,46	12,37	11,96	10,75	10,12	10,25	10,58
Dlouhodobé pohledávky	-	-	-	-	-	-	1,58
Krátkodobé pohledávky	54,13	56,78	58,77	57,11	50,46	47,48	54,52
Krátkodobý finanční majetek	1,10	0,41	0,75	1,04	0,62	3,75	3,60
Časové rozlišení	0,46	0,26	0,15	0,10	0,04	0,05	0,25
Doba obratu aktiv a její vliv celkem	126,50	134,65	135,26	130,41	116,90	116,81	128,81

³² Zdroj: účetní závěrky Společnosti; vlastní zpracování

**Příloha 7 – Komplexní stavebnicová
metoda a náklady vlastního kapitálu³³**

Druh rizika	Vysvětlení	Stupeň (1 – 5)
I. Finanční riziko – váha 33,33% (zde pro každý rok diferencovaný stupeň)		
o Poměr vlastního kapitálu k úročenému cizímu kapitálu	Převaha vlastního kapitálu – vyrovnaný poměr – úročený cizí kapitál převyšuje vlastní kapitál	5, 5, 4, 4, 3, 3
o Krytí stálých aktiv dlouhodobým kapitálem	Přebytek dlouhodobého kapitálu nad stálými aktivy – vyrovnaný poměr – stálá aktiva kryta kr. kapitálem	5, 5, 5, 5, 5, 3, 3
o Likvidita	Vysoké hodnoty ukazatelů likvidit – okolo doporučené výše – velmi nízké hodnoty ukazatelů	4, 4, 4, 4, 4, 3, 3
o Krytí nákladových úroků ziskem	Krytí převyšuje hodnotu 9 – hodnota okolo 3 – záporné hodnoty	3, 3, 1, 3, 3, 1, 1
o Stav obchodního deficitu	Výrazné záporné obchodní deficit – vyrovnaný – kladný obchodní deficit	1, 1, 3, 3, 1, 1, 2
o Podíl pracovního kapitálu na oběžných aktivech	Značný podíl pracovního kapitálu – přiměřený – záporný pracovní kapitál	5, 5, 5, 5, 5, 5, 5
II. Obchodní riziko – váha 66,67%		
A. Výrobní riziko		
a. Výše fixních nákladů	Velmi nízké FN – obvyklý podíl FN – vysoký stupeň FN	3

³³ Zdroj: komunikace s managementem, <http://www.patria.cz/>, Mařík, M., aj. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2011; vlastní zpracování

b. Délka výrobního cyklu	Velmi krátký – průměrný v odvětví – delší než v odvětví	3
c. Flexibilita výroby	Možnost rychlého přizpůsobení výroby – změna vyžaduje určitý čas a prostředky – změna velice časově a finančně náročná	2
d. Certifikace výrobních postupů	Získány všechny dostupné či vyžadované certifikace – jen některé – žádné	2
B. Odbytové riziko		
a. Závislost na odběratelích	Široký okruh odběratelů bez hrozby výpadku – obvyklý okruh odb. – závislost na úzkém okruhu odb., výpadek jednoho z nich má značné negativní důsledky	4
b. Fluktuace odběratelů a kontrakty	Existence stabilní klientely a smluv zajišťující odbyt na několik let – obvyklá fluktuace – vysoká fluktuace vyžadující neustálá jednání a akvizice odb.	2
c. Potenciál uplatnit ekonomickou sílu vůči odběratelům, resp. jejich cenová citlivost	Převaha při jednáních nad odb., nízká cenová citlivost – vyrovnané postavení – odb. do značné míry diktují ceny	4
d. Možnost rozšíření okruhu odběratelů	Existuje velký prostor pro zvýšení počtu odb. – existují možnosti rozšíření – možnosti neexistují či jen s velkými náklady	3
C. Dodavatelské riziko		
a. Závislost na malém okruhu dodavatelů	Široký okruh dodavatelů bez hrozby výpadku – obvyklý okruh dod. – závislost na úzkém okruhu dod., výpadek jednoho z nich má značné negativní důsledky	2
b. Fluktuace dodavatelů a kontrakty	Existence stabilních dodavatelů a smluv s nimi – obvyklá fluktuace – vysoká fluktuace vyžadující neustálá jednání a hledání dodavatelů	3

c. Potenciál uplatnit ekonomickou sílu vůči dodavatelům	Převaha při jednáních nad dod., možnost diktovat ceny – vyrovnané postavení – dod. do značné míry uplatňují svou převahu	3
d. Možnost operativní náhrady při výpadku dodávek	Existuje prostor pro rychlou náhradu dodavatele – náhrada obvykle možná – obtížně dostupná operativní náhrada	2
D. Riziko trhu		
a. Relace tržních podílů	Společnost zaujímá značný tržní podíl – vyrovnané postavení s konkurencí – minoritní podíl	3
b. Bariéry vstupu do odvětví	Existují značné bariéry vstupu do odvětví – průměrné – téměř žádné	3
c. Kapacita trhu a intenzita konkurence	Nenasycený trh s nízkým stupněm intenzity konkurence – téměř nasycený trh s obvyklou mírou konkurence – přesycený trh s vysokým stupněm konkurence	3
d. Dynamika trhu	Stabilní trh – mírně rostoucí – dynamicky se vyvíjející	3
e. Cykličnost odvětví	Odvětví je nezávislé na hospodářském cyklu – průměrně závislé – významně cyklické	2
f. Důsledky státních zásahů	Státní zásahy do podnikání v odvětví nejsou či bez významného vlivu – přímé zásahy státu deformující tržní prostředí	2
g. Provázanost odvětví s globálními událostmi	Neexistuje významnější provázanost – průměrná závislost – odvětví odvislé od globálních událostí	3
h. Provázanost odvětví s dalšími odvětvími	Neexistuje významnější provázanost – průměrná závislost – odvětví provázané s jinými částmi národního hospodářství	5
E. Riziko investic		
a. Technická úroveň dlouhodobého majetku	Nejvyšší úroveň techniky – průměr – značně zastaralý dlouhodobý majetek	3
b. Využití stávající kapacity	Existují přiměřené rezervy – kapacita naplněna/nedostatečně využita – kapacita zcela nedostatečná/značně nevyužitá	2

c.	Systém hodnocení zamýšlených a přijatých projektů	Důsledná příprava a vyhodnocení investičních projektů – předinvestiční příprava a hodnocení pouze u rozsáhlých projektů - projekty realizovány jen na základě potřeby bez finančního vyhodnocování	4
d.	Investiční náročnost podnikání	Bez nutnosti přílišného objemu kapitálu – průměrně kapitálově náročné odvětví – vysoká kapitálová náročnost	3
e.	Nezbytnost inovací (výzkum a vývoj)	Inovace, resp. výzkum a vývoj nejsou nutné – obvyklá potřeba inovací – úspěch odvislý od schopnosti neustále inovovat produkci	2
f.	Marketingová propagace	Není příliš zapotřebí – průměrná důležitost propagace – bez propagace citelný pokles tržeb	2
F. Riziko řízení			
a.	Závislost na klíčové osobnosti	Závislost není, odchod „klíčové“ osoby bez vážných negativních důsledků – odchod vybrané osoby vyvolá jisté obtíže – existuje značná závislost na určité osobě/osobách, jejichž odchod bude mít negativní důsledky pro Společnost	2
b.	Kompetentnost vedení	Špičkové vedení, znalci oboru – průměrně kompetentní management – vedení značně nekompetentní	3
c.	Organizační struktura a vymezení kompetencí	Přehledná org. struktura, jasně vymezené pravomoci a odpovědnosti – obvyklé nedostatky – nepřehledné, nejasné	2
d.	Uplatňovaný styl řízení	Adekvátní – příliš autoritativní/kamarádský	3
e.	Existence vizi a strategie	Jasně definované vize a strategie jejich naplnění – nejasné vize a strategie – zcela chybí koncepční myšlení	2
G. Riziko zaměstnanců			
a.	Fluktuace zaměstnanců	Stabilní pracovní kolektiv – průměrná fluktuace – vysoká	1
b.	Specifické požadavky na zaměstnance	Bez speciálních nároků – průměrné nároky – značně specifické požadavky	2
c.	Doba zaškolení	Krátká doba zaškolení – obvyklá doba – dlouhé období zaškolení	3
d.	Motivační systém a odměňování	Účinný a dobře fungující systém odměn – průměrně účinný – systém nedostatečně motivuje	3

e.	Spokojenost a klima na pracovišti	Spokojené a příjemné pracovní prostředí – „průměrné“ klima – nepříjemné pracoviště, nespokojenost	2
f.	Závislost na několika klíčových zaměstnancích	Závislost není, odchod „klíčové“ osoby bez vážných negativních důsledků – odchod vybrané osoby vyvolá jisté obtíže – existuje značná závislost na určité osobě/osobách, jejich odchod bude mít negativní důsledky pro Společnost	2
g.	Produktivita práce	Vyšší než u konkurence, zlepšující se – srovnatelná s konkurencí – slabší než u konkurence, klesající	3
H. Riziko produkce			
a.	Cena	Priměřená, nižší než konkurence – srovnatelná s konkurencí – vyšší než obvykle u konkurence	5
b.	Kvalita vnímaná zákazníkem	Vysoká, lepší než u konkurence – průměrná – hůře vnímaná ve vztahu ke konkurenci	2
c.	Počet reklamací	Bez reklamací, výjimečně – průměrné nedostatky – ve srovnání s konkurencí vyšší počet reklamací	2
d.	Ocenění produktů	Produkty získaly různá ocenění a certifikace – žádná významnější ocenění	1
e.	Dostupnost substitučního zboží	Substituty prakticky nejsou – průměrná dostupnost – možnost snadné náhrady ze strany zákazníků	4
f.	Označování ochrannou známkou	Produkty označeny OZ s dobrou pověstí u zákazníků – produkty označeny – neoznačeny či OZ s nevalnou pověstí	1
g.	Trvanlivost, resp. riziko znehodnocení zásob	Zásoby trvanlivé, bez rizika – průměrné – existuje značné riziko znehodnocení při zhoršeném odbytu, resp. opožděném zpracování	5
I. Velikost společnosti			
a.	Počet zaměstnanců	Velká společnost – středně velká - malá společnost	4
b.	Výše bilanční sumy	Vyšší oproti konkurenci – srovnatelná – značně nižší	3
c.	Velikost obrátu	Vyšší oproti konkurenci – srovnatelný – značně nižší	3
d.	Stabilita	Společnost s dlouhou tradicí – průměrně stabilní – společnost v počátcích	2

Bezriziková výnosnost	3,8%
Maximální náklady VK	30%
Riziková přírážka pro stupeň rizika (vahou nepřepočteného faktoru)	
1	0,345%
2	0,868%
3	1,657%
4	2,850%
5	4,654%
Náklady vlastního celkem	
2007	15,79%
2008	15,79%
2009	15,19%
2010	15,63%
2011	15,19%
2012	12,96%
2013	13,13%