

Univerzita Pardubice

**Fakulta ekonomicko-správní
Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

Kritéria pro hodnocení výkonnosti podniku

Kateřina Kosová

Diplomová práce

2013

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: Bc. Kateřina Kosová
Osobní číslo: E11508
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: Ekonomika a management podniku
Název tématu: Kritéria pro hodnocení výkonnosti podniku
Zadávací katedra: Ústav podnikové ekonomiky a managementu


Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Návrh souboru kvantitavních i kvalitativních ukazatelů pro hodnocení výkonnosti podniku.


- 1. Vymezení použitých metod**
- 2. Provedení technické a fundamentální analýzy**
- 3. Analýza výkonnosti podniku ABC, a.s.**
- 4. Návrh kritérií pro posouzení výkonnosti vybraného podniku**
- 5. Shrnutí, závěr**

Rozsah grafických prací: -
Rozsah pracovní zprávy: cca 50 stran
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:


KAPLAN, R.S., NORTON, D.P. Balanced scorecard: Strategický systém měření výkonnosti podniku. Praha: Management Press, 2007. ISBN 978-80-7261-177-5.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.
LASHER, William R. Practical financial management. 6th ed., International ed. Mason, Ohio: South-Western, 2010, xiv, 304 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-053-8743-587.
MAŘÍK, Miloš. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-861-1961-0.
NEUMAIEROVÁ, Inka, Heřman KOPKÁNĚ a Markéta KUBÁLKOVÁ. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, 215 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 80-247-0125-1.
RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, c2011, 143 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.
STOLTZ, A., M. VILJOEN. Financial management: fresh perspectives. Cape Town: Pearson/Prentice Hall South Africa, 2007. ISBN 978-186-8913-428.
SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011, 471 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.
SYNEK, Miloslav, Heřman KOPKÁNĚ a Markéta KUBÁLKOVÁ. Manažerské výpočty a ekonomická analýza. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2009, xviii, 301 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-154-3.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D. 
Ústav podnikové ekonomiky a managementu

Datum zadání diplomové práce: 26. června 2012
Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2013


doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D.
děkanka

L.S.


doc. Ing. Markéta Kubáková, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 9. října 2012

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem tuto práci vypracovala samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využila, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byla jsem seznámena s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně.

V Pardubicích dne 30. 4. 2013

Kateřina Kosová

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych ráda poděkovala vedoucí své diplomové práce doc. Ing. Renátě Myškové za čas a odbornou pomoc, kterou mi věnovala v průběhu zpracování diplomové práce. Zejména jí děkuji za cenné rady, připomínky a za poskytnuté materiály.

Dále bych touto cestou chtěla poděkovat pracovníkům společnosti ABC, a.s., kteří mi věnovali svůj čas a poskytli mi potřebné informace.

ANOTACE

Cílem diplomové práce je navrhnout soubor kvantitativních a kvalitativních ukazatelů pro hodnocení výkonnosti podniku. V teoretické části nejprve definuji pojem výkonnosti podniku a následně seznamuji čtenáře s vybranými metodami technické a fundamentální analýzy. Samostatnou část věnuji možným informačním zdrojům pro zpracování analýzy. Z možností uvedených v teoretické části vybírám vhodné nástroje pro provedení vlastní analýzy výkonnosti vybraného podniku. Závěr diplomové práce je věnován návrhu kritérií pro posouzení výkonnosti vybraného podniku.

KLÍČOVÁ SLOVA

Výkonnost podniku, technická analýza, fundamentální analýza, finanční analýza, BSC, EFQM.

TITLE

The criteria for evaluation of company

ANNOTATION

The aim of this thesis is to propose a set of quantitative and qualitative indicators to assess the performance of the company. In the theoretical section defines the concept of business performance and then the thesis introduces the reader to the methods of technical and fundamental analysis. A separate section which is devoted to possible sources of information-processing analysis. The options mentioned in the theoretical part of choosing the appropriate tools to perform their own analysis of the performance of the chosen company. The final section is devoted to the design criteria for assessing the performance of the chosen company.

KEYWORDS

Business performance, technical analysis, fundamental analysis, financial analysis, BSC, EFQM.

Obsah

Úvod	1
1 Výkonnost podniku	4
1.1 Definice výkonnosti podniku.....	4
1.2 Hodnocení výkonnosti podniku	4
1.2.1 Stanovení primárního kritéria pro hodnocení výkonnosti	4
1.2.2 Stanovení hodnoty podniku	6
1.3 Klíčové ukazatele výkonnosti (KPI's).....	10
2 Druhy analýz výkonnosti a hodnotící ukazatele.....	13
2.1 Technická analýza.....	13
2.2 Fundamentální analýza	13
2.3 Hodnotící ukazatele	14
2.3.1 Absolutní a relativní ukazatele.....	14
2.3.2 Finanční a naturální ukazatele	15
2.3.3 Monetární a nemonetární ukazatele	15
2.3.4 Kvantitativní a kvalitativní ukazatele	15
2.4 Metody srovnávání ukazatelů	16
2.4.1 Definice vzorců pro vyjádření vztahů mezi ukazateli.....	16
2.4.2 Metoda rozkladu syntetického ukazatele	17
3 Finanční analýza.....	18
3.1 Cíl a metody finanční analýzy.....	18
3.1.1 Metody finanční analýzy.....	18
3.1.2 Typy finančních analýz	19
3.1.3 Omezení a slabiny finanční analýzy	19
3.2 Zdroje dat pro finanční analýzu	20
3.2.1 Výroční zpráva	20
3.2.2 Účetní závěrka	21
3.2.3 Ostatní zdroje informací	21
3.3 Základní účetní výkazy	21
3.3.1 Rozvaha.....	21
3.3.2 Výkaz zisků a ztrát	22
3.3.3 Výkaz o peněžních tocích	23
3.4 Účetní metody finanční analýzy	23
3.4.1 Absolutní ukazatele účetního zisku	23
3.4.2 Rozdílové ukazatele	26

3.4.3	Paralelní ukazatelové soustavy	26
3.4.4	Pyramidové soustavy ukazatelů	34
3.4.5	Účelově vybrané ukazatele	35
3.5	Ekonomické metody finanční analýzy	37
3.5.1	Riziko	37
3.5.2	Vážený průměr nákladů na kapitál (WACC).....	38
3.5.3	Stanovení alternativního nákladu vlastního kapitálu r_c	38
3.5.4	EVA	40
3.5.5	Shareholder Value Added (SVA)	43
3.5.6	Cash Flow Return on Investment (CFROI)	45
3.6	Tržní metody finanční analýzy	46
3.6.1	Market Value Added (MVA).....	46
3.6.2	Tržní výnos akciového kapitálu (TSR)	47
4	Fundamentální analýza	48
4.1	Benchmarking	48
4.2	Metoda Balanced Scorecard	49
4.2.1	Základní pojmy	49
4.2.2	Princip metody BSC	50
4.2.3	Perspektivy BSC	51
4.3	Model Excellence EFQM.....	52
4.3.1	Základní koncept modelu.....	54
4.3.2	Kritéria modelu	56
4.3.3	Metodika hodnocení RADAR.....	58
4.4	Porovnání metody BSC a modelu EFQM.....	58
4.5	SWOT analýza	60
5	Technická a fundamentální analýza společnosti ABC, a.s.	62
5.1	Základní údaje o společnosti,.....	62
5.2	Vybrané nefinanční ukazatele	63
5.3	Finanční analýza	64
5.3.1	Absolutní ukazatele.....	64
5.3.2	Rozdílové ukazatele	69
5.3.3	Paralelní ukazatelové soustavy	69
5.4	Ekonomické metody finanční analýzy	71
5.4.1	Úprava dat pro výpočet	71
5.4.2	Stanovení průměrných nákladů na kapitál	72
5.4.3	Výpočet EVA	72
5.5	Fundamentální analýza	73

5.5.1	Balanced Scorecard.....	73
5.5.2	SWOT analýza	79
6	Zhodnocení výkonnosti podniku dle navržených kritérií	80
6.1	Výsledky analýzy výkonnosti podniku ABC, a.s.....	80
6.2	Soubor navržených kritérií pro posouzení výkonnosti	84
7	Závěr.....	86
	Seznam použité odborné literatury	87
	Seznam příloh	90

SEZNAM TABULEK

<i>Tabulka č. 1: Metoda rozkladu syntetického ukazatele</i>	17
<i>Tabulka č. 2: Schema rozkladu Du Pont,</i>	35
<i>Tabulka č. 3: Základní koncept modelu EFQM</i>	54
<i>Tabulka č. 4: EFQM excellence model</i>	56
<i>Tabulka č. 5: Porovnání Balance Scorecard a EFQM modelu</i>	59
<i>Tabulka č. 6: Analýza krycích příspěvků pro zemní plyn a elektřinu</i>	66
<i>Tabulka č. 7: Analýza krycího příspěvku zemního plynu v tis.Kč (vývoj 2009 až 2009)</i>	67
<i>Tabulka č. 8: Vývoj krycího příspěvku zemního plynu mezi roky 2010 a 2011</i>	67
<i>Tabulka č. 9: Výpočet EVA</i>	72
<i>Tabulka č. 10: SWOT Analýza</i>	79
<i>Tabulka č. 11: Závěry finanční analýzy a vyhodnocení výkonnosti společnosti</i>	80
<i>Tabulka č. 12: Návrh KPI's pro hodnocení výkonnosti společnosti ABC, a.s.</i>	84

SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK

A	Aktiva celkem (<i>Total Assets</i>)
A _ε	Čistá aktiva (součet stálých aktiv v zůstatkové ceně a čistého pracovního kapitálu).
APT	Arbitrážní model (<i>Arbitrage Pricing Theory</i>)
BSC	Balanced Scorecard
BV	Účetní hodnota na akcii (<i>Book Value</i>)
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv (<i>Capital Assets Pricing Model</i>)
CF	Cash Flow - výkaz o peněžních tocích (příloha účetní závěrky)
CFROI	Provozní návratnost investice (<i>Cash Flow Return on Investment</i>)
CVA	Peněžní přidaná hodnota (<i>Cash Value Added</i>)
CZ	Cizí zdroje celkem
D	Celkový cizí krátkodobý a dlouhodobý úplatný kapitál, pro který platí $D = DD + KBU$
DD	Dlouhodobý cizí úplatný kapitál
DZ	Dlouhodobé závazky
DIV	Dividenda
E	Vlastní kapitál (<i>Equity</i>)
EAT	Zisk po zdanění (<i>Earnings after Taxes</i>)
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>)
EBITDA	zisk před úroky, zdaněním a odpisy (<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>)
EBT	Zisk před zdaněním (<i>Earnings before Taxes</i>)
EFQM	Model Excellence EFQM (<i>European Foundation for Quality Management</i>)
EPS	Čistý zisk na akcii (<i>Earnings per Share</i>)
EVA	Ekonomická přidaná hodnota (<i>Economic Value Added</i>)
FA	Stálá aktiva (<i>Fixed Assets</i>)
FCF	Free Cash Flow
FCFE	Cash Flow z pohledu vlastníků (Free Cash Flow to the Equity)
FCFF	Cash Flow z pohledu poskytovatelů kapitálu (Free Cash Flow to the Firm)
HM	Hrubá marže (<i>Gross Margin</i>)
HV	Hospodářský výsledek, tj. rozdíl mezi výnosy a náklady

I	Výše investice vlastníka do podniku
I_R	Výše reinvestice do růstových příležitostí na akcii
IRR	Vnitřní výnosové procento (<i>Internal Rate of Return</i>)
IS	Informační systém podniku
g	Konstantní tempo růstu
KBU	Krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci
KP	Krycí příspěvek na úhratů stálých nákladů a zisku (<i>The Contribution</i>)
$KP_{\%}$	Příspěvková marže (<i>The Contribution Margin</i>)
KPI's	Klíčové ukazatele výkonnosti (<i>Key Performance Indicators</i>)
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KZ	Krátkodobé závazky
MVA	Hodnota přidaná trhem (<i>Market Value Added</i>)
NOPAT	Zisk z provozní činnosti po zdanění (<i>Net Operating Profit after Tax</i>)
N_{pr}	Proměnné náklady (<i>Variable Costs</i>)
NPV	Čistá současná hodnota (<i>Net Present Value</i>)
NWC	Čistý pracovní kapitál (<i>Net Working Capital</i>)
OA	Oběžná aktiva
P/E	Poměr ceny akcie k zisku na akcii (<i>Price / Earnings Ratio</i>)
P	Cena akcie
p	Počet emitovaných akcií
POHL	Pohledávky
PR	Prémie za riziko
PRIBOR	referenční mezibankovní úroková sazba (<i>Prague Internal Bid Offered Rate</i>)
PU	Poměrové ukazatele
PV	Současná hodnota (<i>Present Value</i>)
PVGO	Současná hodnota růstových příležitostí na akcii (<i>Present Value of Growth Opportunities</i>)
r_d	Náklady cizího úplatného kapitálu
r_e	Alternativní náklad vlastního kapitálu
r_f	Bezriziková úroková míra (<i>Risk Free Rate</i>)
ROA	Rentabilita celkových aktiv (<i>Return on Assets</i>)
ROCE	Rentabilita celkového (úplatného) investovaného kapitálu (<i>Return on Capital Employed</i>)
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (<i>Return on Equity</i>)

ROIC	Rentabilita kapitálu investorů (<i>Return on Invested Capital</i>)
RONA	Rentabilita čistých aktiv (<i>Return on Net Total Assets</i>)
RP	Relativní přírůstek
SBU	Strategic Business Unit
SVC	Vytváření hodnoty pro akcionáře (<i>Shareholder value creation</i>)
SWOT	analýza silných a slabých stránek, hrozeb a příležitostí
T	Tržby
TR	Tempo růstu
TSR	Tržní výnos akciového kapitálu (<i>Total Shareholder Return</i>)
t	Sazba daně z příjmu
U	Nákladové úroky
V	Výnosy celkem
VZZ	Výkaz zisku a ztrát
WACC	Vážený průměr nákladů na kapitál (<i>Weighted Average Costs of Capital</i>)
WACC _{real}	Reálný (očištěný o inflaci) vážený průměr nákladů na kapitál pro výpočet CFROI
ZAS	Zásoby
ZAS _{prum}	Průměrná zásoba
ZAV	Závazky z obchodního styku

Úvod

Měření výkonnosti podniku je velice důležité nejen pro vlastníky firmy, ale také pro ostatní subjekty, které přicházejí s podnikem do styku. Pro to existuje celá řada metod a analýz, které nám umožňují výkonost měřit a vyhodnocovat.

Cílem této práce je analyzovat výkonnost podniku ABC, a.s. a navrhnout kritéria pro posouzení jeho výkonnosti.

V první kapitole jsem analyzovala různé pohledy na definici výkonnosti podniku a dospěla jsem k závěru, že nejvhodnějším měřítkem pro stanovení výkonnosti je hodnota podniku. Vzhledem k tomu, že činnost a existence každého podniku je zásadně ovlivňována celou řadou zájmových skupin (Stakeholders) vzniká logicky otázka, zda existuje jediná metoda pro hodnocení výkonnosti podniku nebo je tuto metodu nutné definovat samostatně z pohledu každého Stakeholders. Přikláním se k názoru, že nadřazenou koncepcí řízení hodnoty je metoda Shareholder Value, tj. maximalizace hodnoty vlastníka. Odvodila jsem vztahy pro stanovení hodnoty podniku z pohledu vlastníka a stanovila podmínky za jejichž splnění dochází ke zvyšování hodnoty podniku. V závěru první kapitoly popisují systém a pravidla pro tvorbu klíčových ukazatelů výkonnosti (KPI's).

Ve druhé kapitole stručně uvádím principy technické a fundamentální analýzy. Obsáhleji se zabývám problematikou hodnotících ukazatelů, způsobem jejich třídění, metodami srovnání ukazatelů a metodou rozkladu syntetického ukazatele, kterou využívám v praktické části práce.

V úvodu rozsáhlé třetí kapitoly se věnuji možnostem a nástrojům technické analýzy, kterou jsem s ohledem na zadání a cíl své práce ztotožila s analýzou finanční. Podrobně rozebírám cíle a možnosti finanční analýzy, definuji analýzu účetní, ekonomickou a tržní. Zmiňuji nejenom výhody, ale i hlavní slabiny a omezení finanční analýzy.

Samostatnou část věnuji možným zdrojům dat pro zpracování finanční analýzy, účetní závěrce jako hlavnímu zdroji informací a popisu jednotlivých údajů uváděných v základních účetních výkazech, a to včetně jejich interpretace.

V části věnující se účetním metodám finanční analýzy podrobně popisují absolutní a rozdílové ukazatele. Paralelní ukazatelové soustavy poměrových ukazatelů dělím v souladu s americkou praxí na ukazatele likvidity, aktivity, zadluženosti, rentability a tržní hodnoty. Pro každý ukazatel uvádím vzorec pro výpočet, jeho interpretaci

a požadovanou výslednou hodnotu nebo vývojový trend. Samostatně se zabývám pyramidovou soustavou ukazatelů, protože v ní spatřuji významný potenciál dalšího použití v praktické části práce. Pouze stručně zmiňuji cíl a účel nejčastěji používaných bonitních a bankrotních modelů.

V části věnované popisu ekonomických metod analýzy se zabývám specifikací rizika a jeho dopadem na výši nákladů na kapitál. Rozebírám možné modely pro stanovení alternativního nákladu kapitálu a uvádím postup výpočtu ukazatelů pro jednotlivé metody ekonomické analýzy (EVA, SVA, CFROI). Pro každou metodu zmiňuji, které úpravy účetních výkazů je nutné provést za účelem získání potřebných vstupních dat pro výpočet. Definuji kritériální funkci (určuje při splnění jaké podmínky tvoří podnik hodnotu) a výhody či nevýhody jednotlivých metod.

Závěrem popisuji dvě metody tržní finanční analýzy (MVA, TSR). Pro každou metodu opět uvádím kritériální funkci.

Ve čtvrté kapitole se zabývám metodami fundamentální analýzy. Tyto metody vznikly jako reakce na omezení technické (finanční) analýzy, spočívající zejména v nemožnosti zahrnutí kvalitativních ukazatelů do hodnocení. Popisuji metodu SWOT analýzy a obecné principy metody benchmarkingu. Podrobněji se zabývám principy fungování metod Balanced Scorecard a Modelu EFQM. V těchto metodách je na rozdíl od finanční analýzy patrný výraznější příklon k Stakeholder Value ¹. Finanční analýza však zůstává nedílnou součástí fundamentální metod, protože jediné finanční ukazatele mohou odpovědět na otázku zda podnik tvoří hodnotu.

V závěru této kapitoly porovnávám metodu BSC a EFQM a snažím se nalézt jejich společné rysy na jedné straně a rozdíly na straně druhé.

V páté kapitole jsem zpracovala vlastní analýzu výkonnosti podniku. Popsala jsem analyzovaný podnik, shromáždila základní finanční a nefinanční ukazatele. Následně jsem aplikovala postupy účetní a ekonomické finanční analýzy. Provedla jsem fundamentální analýzu, a to analýzu SWOT a metodu Balanced Scorecard.

¹ Sledujeme-li vývoj metod pro měření výkonnosti v posledních letech, je patrná zřejmá tendence k přechodu od čistě Shareholder Value k Stakeholder Value. Mimo jiné je to ovlivněno otřesením víry v racionalitu a efektivnost finančních trhů (hypotéční a následně finanční krize, pád velkých podniků – Enron, ap.). Navíc se stále silněji projevuje příklon k dimenzím sociálním a životního prostředí. [16].

V šesté kapitole shrnuji závěry finanční analýzy a na základě zpracované metody Balance Scorecard navrhuji základní klíčové ukazatele výkonnosti (KPI) pro měření výkonnosti podniku.

1 Výkonnost podniku

1.1 Definice výkonnosti podniku

Správná definice výkonnosti podniku je klíčovým východiskem pro stanovení dalšího postupu, protože jedině na základě dobré definice mohou začít hledat kritéria pro hodnocení výkonnosti.

Přesnou a srozumitelnou definici je poměrně obtížné nalézt – např. v ([16], str. 21) je uvedeno: „*U organizací představuje výkonnost charakteristiku, která popisuje průběh (způsob), jakým organizace uskutečňuje určitou činnost v podobnosti s referenčním způsobem průběhu této činnosti, přičemž interpretace výkonnosti se realizuje vyjádřením uspořádaného vztahu zkoumaného a referenčního způsobu uskutečňování činnosti podle zvolené kritériální škály.*“

Při podrobnějším studiu literatury jsem narazila na následující interpretace výkonnosti:

- základní funkcí podniku je efektivní přeměna vstupů na výstupy a podnik je nástrojem tvorby bohatství ([10], str.10, 24),
- výkonnost můžeme definovat jako schopnost podniku dlouhodobě zhodnocovat vlastníky vložený kapitál [17] – často se výkonnost podniku interpretuje jako jeho efektivnost, ziskovost nebo produktivita,
- výkonnost podniku závisí na využití konkurenční výhody a předpokladem růstu výkonnosti je její řízení, opírající se o opakovaná měření ([11], str.13),
- jediným cílem podniku je prostřednictvím zvyšování firemní výkonnosti dlouhodobě a cílevědomě zvyšovat celkovou výslednou hodnotu firmy ([8], str.14).

Z výše uvedeného lze odvodit, že zvyšování výkonnosti musí vést ke zvyšování hodnoty podniku. Z tohoto důvodu se hodnota podniku ukazuje jako výhodné měřítko pro měření výkonnosti podniku. Výhodnost použití hodnoty jako měřítka je umocněna i skutečností, že hodnota jako jediná vyžaduje k měření kompletní informace ([11], str. 13).

1.2 Hodnocení výkonnosti podniku

1.2.1 Stanovení primárního kritéria pro hodnocení výkonnosti

Každý podnik má mnoho vazeb na okolí a přichází do kontaktu s celou řadou různých zájmových skupin, které ovlivňují podnik a očekávají od něho určité přínosy

a užitky. Tyto zájmové skupiny se nazývají Stakeholders². Pojem Stakeholders poprvé definovali [19] v roce 1963 na Stanford Research Institute, a to jako „skupiny lidí, bez jejichž podpory by organizace přestala existovat.“³ V osmdesátých letech tento pojem rozvinul R. Edward Freeman a vytvořil celou teorii týkající se Stakeholders.

Pro zajištění úspěšného podnikání je nezbytné dosáhnout rovnováhy zájmů jednotlivých skupin Stakeholders ([10], str. 24). Není-li této rovnováhy dosaženo, může docházet ke konfliktům zájmů mezi jednotlivými skupinami Stakeholders a následně k závažným problémům ve výkonnosti podniku a v extrémním případě až k jeho zániku. Obecně platí, že význam vlivu Stakeholders roste s velikostí podniku (měřeno například výší obrátu nebo počtem zaměstnanců).

Základní skupiny Stakeholders a jejich zájmy jsou uvedeny níže.

- a) Vlastníci (Shareholders) – dle ([1], str.30) požaduje každý vlastník tři věci i) být co nejbohatší, tj. maximalizovat současné bohatství, ii) přeměnit své bohatství na takový časový profil spotřeby, který nejvíce preferuje a iii) zvolit charakteristiky rizika daného plánu spotřeby.
- b) Vedení společnosti (Management) – platy, zainteresovanost na výsledcích, různé výhody (automobil, životní pojištění, nadstandardní zdravotní péče, ...), kvalitní vzdělávací program, vyšší rozhodovací kompetence.
- c) Zaměstnanci – výše mzdy, různé požitky (13 plat, delší dovolená, sociální program, ...), pracovní prostředí, bezpečnost práce, respekt, kultura společnosti, vzdělávací program.
- d) Věřitelé / banky – splacení bankovních úvěrů a obligací, platební morálka.
- e) Dodavatelé – seriózní vztah, korektní jednání, platební morálka, rentabilní ceny.
- f) Zákazníci – kvalitní výrobky, nízká cena, slevy, dlouhé záruční doby, dobrý servis, vstřícné vyřizování reklamací. ***Zákazníci jsou jediná skupina stakeholders, která přináší podniku tržby.***
- g) Region – zaměstnanost, podpora školství a zdravotnictví, sponzoring.
- h) Stát – platba daní, dodržování ekologických norem, zaměstnanost.

Z výše uvedeného je zřejmé, že zájmy jednotlivých Stakeholders mohou často být protichůdné, což vyvolává i rozdílný pohled na hodnocení výkonnosti podniku.

² Vzhledem k tomu, že neexistuje zavedený a všeobecně přijímaný překlad termínu Stakeholders, budu ve své práci používat tento anglický termín. Do češtiny se nejčastěji překládá jako „zainteresované strany“.

³ V originále "those groups without whose support the organization would cease to exist."

Nutně tedy vzniká otázka, zda existuje jediné hodnotící kritérium výkonnosti podniku, které by bylo využitelné pro všechny skupiny Stakeholders. V dalším vycházím z předpokladu, že jedinou cestou ke zvyšování hodnoty pro všechny Stakeholders je maximalizace hodnoty pro vlastníka, tj. maximalizace Shareholder Value ([10], str.23-32). V tomto pojetí je Shareholder Value nadřazenou koncepcí řízení hodnoty vzhledem k Stakeholder Value⁴. Toto tvrzení je možno podložit následujícími skutečnostmi:

- jedinečným investorem je vlastník, který vkládá podnikatelský záměr, strategii, peníze a nese riziko podnikání,
- vlastník nakupuje za tržní cenu potřebné zdroje, tj. kapitál, pracovní sílu, výrobky a služby. Platí tedy jednotlivým skupinám Stakeholders tržní cenu,
- Stakeholders jsou odměňováni přednostně (platba za nákupy výrobků a služeb, mzdy, úroky, daně, ...). Vlastníkovi přísluší až zbytek, který zůstane po výplatě odměn pro všechny Stakeholders,
- nedosahuje-li vlastník požadovaný výnos, podnikání zaniká a všichni Stakeholders přichází o svoji odměnu,
- vlastníci nesou největší riziko.

1.2.2 Stanovení hodnoty podniku

Závěrem předcházející kapitoly je zjištění, že nadřazenou koncepcí řízení výkonnosti podniku je maximalizace Shareholder Value.

Základním kritériem pro vyhodnocení Shareholder Value (viz např. [10], str. 21 a 32) a pro hodnocení výkonnosti podniku je čistá současná hodnota (NPV = Net Present Value). Cílem podnikání je tedy maximalizace hodnoty NPV. Podnik je dostatečně výkonný pouze tehdy, dosahuje-li kladnou NPV. Na této myšlence je založena teorie řízení hodnoty (Value Based Management).

V další části své práce se budu zabývat akciovou společností a po analýze odborné literatury ([1], str.57; [10], str.32; [7] str.358 a [12], str. 76) mohu stanovit níže uvedené vztahy a vzorce pro stanovení hodnoty a výkonnosti podniku.

⁴ Především v anglosaském prostředí s vyspělými kapitálovými trhy chápou uspokojení Stakeholders jako prostředek k dosažení maximalizace Shareholder Value ([11], str. 13).

- Dividendový model pro stanovení hodnoty podniku

Čistou současnou hodnotu (NPV) pro vlastníka určíme jako:

$$NPV = - I + PV \quad (1-1)$$

I výše investice vlastníka do podniku, resp. hodnota vlastního kapitálu na akcii
BV (Book Value – viz kapitola 3.4.3.5, bod I),

PV hodnota podniku pro vlastníka, tj. současná hodnota (Present Value)
budoucích peněžních toků z podniku, vyplacených vlastníkovi.

Stanovení současné hodnoty PV

V případě akciové společnosti se výplata peněžních toků pro vlastníky realizuje ve dvou podobách, a to jako :

- vyplacená dividenda = dividendový výtěžek (Dividend Yield),
- kapitálové zisky nebo ztráty = míra růstu tržní ceny akcie (Capital Gain Yield).

Vyjádřeno matematicky platí v prvním roce pro celkovou výplatu vlastníkům vztah

$$r_e = \frac{DIV_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{DIV_1 + P_1 - P_0}{P_0} \quad (1-2)$$

r_e alternativní náklad vlastního kapitálu (způsob stanovení viz kapitola 3.5.2)

DIV_1 dividenda na akcii vyplacená v prvním roce,

P_1 cena akcie na konci prvního roku,

P_0 cena akcie na počátku prvního roku.

Ve vzorci 1-2 udává část $[DIV_1/P_0]$ dividendový výtěžek a část $[(P_1 - P_0)/P_0]$ pak míru růstu tržní ceny akcie. Z tohoto vzorce stanovíme po matematických úpravách současnou cenu akcie ke konci prvního roku

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1 + r_e} \quad (1-3)$$

Obdobně jako v prvním roce můžeme postupovat při stanovení současné hodnoty i v dalších letech. Pro výpočet současné ceny akcie ke konci roku H potom platí⁵

$$P_0 = \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_H}{(1+r_e)^t} \quad (1-4)$$

H závěrečný rok,

P_H očekávaná cena akcie v roce H, tj. koncová cena akcie.

Je zřejmé, že pro rok H blížící se nekonečnu se bude hodnota $P_H / (1 + r_e)^t$ blížit nule a je tudíž možné ji zanedbat. Z toho vyplývá, že vzorec pro stanovení současné ceny akcie P_0 v roce $t = \infty$ můžeme zapsat jako

⁵ Tento vzorec můžeme použít pro případ, kdy předpokládáme, že budeme akcii vlastnit pouze po určitý počet let (H) a potom ji prodáme.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} \quad (1-5)$$

Současnou cenu akcie P_0 tedy můžeme stanovit jako současnou hodnotu všech v budoucnosti vyplacených dividend ⁶. Současnou hodnotu celého podniku můžeme stanovit dle vztahu

$$PV = P_0 * p \quad (1-6)$$

P_0 současná hodnota akcie stanovená dle Vzorce 1-5 (= vnitřní hodnota akcie),

p počet emitovaných akcií.

Vnitřní hodnota akcie (Intrinsic Value) často slouží investorům k rozhodování o případném nákupu akcií ([14]; str. 363). Je-li vnitřní hodnota vyšší než tržní cena, investoři akcie nakupují.

Vzorec 1-5 uvedený v předcházející kapitole můžeme za určitých předpokladů zjednodušit:

- a) Budou-li dividendy vyplacené ve všech budoucích letech konstantní použijeme vzorec pro výpočet perpetuity:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_e} \quad (1-7)$$

- b) Budou-li se vyplacené dividendy meziročně zvyšovat konstantním tempem růstu g můžeme požit vzorec pro rostoucí perpetuitu, resp. Gordonův růstový model

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_e - g} \quad (1-8)$$

Předpoklad konstantní dividendy nebo konstantního růstu g sice zjednodušuje výpočet, ale má svá úskalí. Především oba tyto případy nejsou v praxi příliš časté a navíc je třeba s velkou opatrností přistupovat k použití této metody u podniků, které v současnosti vyplácejí vysokou dividendu nebo vykazují vysoká tempa růstu. Obvykle je totiž tento stav dlouhodobě neudržitelný a předpoklad dlouhodobého udržení takto vysokých hodnot vede k nadhodnocení hodnoty podniku a jeho výkonnosti.

- **Stanovení hodnoty podniku v případě reinvestic zisku**

Podniky obvykle nevyplácejí dividendu ve výši veškerého vytvořeného zisku, ale část zisku reinvestují. V tomto případě se vytvořený zisk dělí následovně

$$EPS_1 = DIV_1 + I_R \quad (1-9)$$

⁶ Tento vztah se nazývá The Dividend Valuation Model [12].

EPS_1 zisk na akcii (Earnings per Share) očekávaný v příštím roce, postup výpočtu EPS viz kapitola 3.4.3.5, bod III.,

DIV_1 očekávaná vyplacená dividendy na akcii v příštím roce,

I_R výše reinvestice na akcii.

Dle poměru vyplacené dividendy a reinvestovaného zisku můžeme rozdělit akcie na důchodové a růstové. Platí:

$EPS_1 = DIV_1$ společnost vyplácí na dividendách veškerý zisk. Jedná se o čistě důchodovou akcii, jejíž držení upřednostňují vlastníci právě kvůli hotovostnímu toku dividend.

$EPS_1 = I_R$ společnost nevyplácí žádnou dividendu a veškerý zisk reinvestuje. Jedná se o čistě růstovou akcii. Vlastníci se zajímají o kapitálové zisky, tj. o růst ceny akcií.

Vyjděme z předpokladu, že se **i)** jedná o čistě důchodovou akcii ($EPS = DIV$), **ii)** společnost vytváří ve všech letech konstantní zisk. Za těchto předpokladů můžeme použít vzorec 1-7 pro výpočet perpetuity a dostáváme

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_e} = \frac{EPS_1}{r_e} \quad (1-10)$$

Dále předpokládejme, že vlastník má možnost místo výplaty dividendy reinvestovat zisk. Dle ([1], str.65) se můžeme na cenu akcie při politice nulového růstu dívat jako na kapitalizovanou hodnotu průměrných výdělků (=EPS), ke které připočteme současnou hodnotu růstových příležitostí PVGO (Present Value of Growth Opportunities):

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r_e} + PVGO \quad (1-11)$$

Pokud by podnik reinvestoval v každém roce stejně a čistá současná hodnota reinvestice NPV_1 by konstantně rostla ve výši g , můžeme definovat

$$PVGO = \frac{NPV_1}{(1+r_e)} + \frac{NPV_1*(1+g)}{(1+r_e)^2} + \frac{NPV_1*(1+g)^2}{(1+r_e)^3} \quad (1-12)$$

Vzorec 2-12 pro stanovení PVGO je vlastně jiným vyjádřením perpetuity s konstantním růstem a můžeme tedy vzorec upravit na tvar

$$PVGO = \frac{NPV_1}{(r_e-g)} \quad (1-13)$$

a po dosazení do vzorce 1-11 dostáváme

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r_e} + \frac{NPV_1}{(r_e-g)} \quad (1-14)$$

Ze vzorce 1-14 můžeme odvodit důležité závěry, týkající se dopadu NPV_1 z reinvestice na hodnotu P_0 , resp. na hodnotu podniku. Logicky totiž platí, že pro:

$NPV_1 = 0$ hodnota podniku se reinvesticí nezmění a Vzorec 1-14 přechází na tvar Vzorce 1-10,

$NPV_1 > 0$ zvyšuje hodnotu podniku,

$NPV_1 < 0$ snižuje hodnotu podniku.

Nyní můžeme dosadit do vzorce 1-1 (přičemž platí $I = BV$) a dostáváme

$$NPV = -I + PV = -BV + \left(\frac{EPS_1}{r_e} + PVGO \right) = \left(\frac{EPS_1}{r_e} - BV \right) + PVGO \quad (1-15)$$

Výraz $(EPS_1 / r_e - BV)$ je čistá současná hodnota akcie bez růstu (viz Vzorec 1-1), kde za PV je dosazen Vzorec 1-10.

Po vynásobení vzorce 2-15 počtem akcií p dostaneme ⁷

$$NPV_{celk} = \left(\frac{EAT}{r_e} - E \right) + PVGO_{celk} \quad (1-16)$$

E vlastní kapitál (Equity),

EAT zisk po zdanění (Earnings after taxes).

Výraz v závorce vzorce 1-16 můžeme s využitím znalosti definice $ROE = EAT/E$ (viz kapitola 3.4.3.4, bod VI.) upravit následovně

$$\left(\frac{EAT}{r_e} - E \right) = \frac{EAT - r_e * E}{r_e} = \frac{\left(\frac{EAT}{E} - r_e \right) * E}{r_e} = \frac{(ROE - r_e) * E}{r_e}$$

Po dosazení do vzorce 1-16 dostáváme

$$NPV_{celk} = \frac{(ROE - r_e) * E}{r_e} + PVGO_{celk} \quad (1-17)$$

Z posledního vzorce vyplývá důležitý závěr, který nám říká, že hodnotu podniku můžeme zvyšovat pouze tehdy, když

$$(ROE - r_e) > 0 \quad (1-18)$$

a je-li kladné NPV růstových příležitostí, do kterých reinvestuje se zisk, tj. platí

$$PVGO > 0 \quad (1-19)$$

1.3 Klíčové ukazatele výkonosti (KPI's)

Klíčové ukazatele výkonosti (dále jen KPI's = Key Performance Indicators ⁸) jsou základním navigačním nástrojem, pomáhajícím odpovědět vedení na otázku, zda je

⁷ V následujících kapitolách uvádím, že $EPS = EAT / p$ a $BV = E / p$.

⁸ Někdy se tyto ukazatele nazývají též Key Productivity Indicators, Key Point Indicators nebo Key Success Indicators. Je možno použít i Value Drivers (= generátor hodnoty). Do češtiny se překládá jako hodnotové generátory, hybatelé nebo řídicí proměnné.

podnik stále na správné cestě k prosperitě⁹ a zda dosahuje stanovených cílů [9], tj. především tvorby požadované hodnoty.

KPI's pomáhají zavést systém plánování a měření podnikové výkonnosti protože definují klíčové drivers (= akcelerátory) výkonnosti. Z hlediska úspěšnosti měřicího systému ([8], str. 24) je nunto v KPI's **i**) propojit finanční a nefinanční ukazatele a získat tak co nejkomplexnější pohled na výkonnost a **ii**) co nejlépe KPI's propojit pomocí příčinné (kauzální) vazby a utřídit architekturu KPI's do Value Driver Tree.

Vhodně stanovené KPI's musí nutit vedení a všechny pracovníky¹⁰ k tomu, aby zvažovali každé rozhodnutí z pohledu maximalizace hodnoty podniku. Tak KPI's pomáhají zavést teorii řízení hodnoty do celé organizace¹¹. Neopominutelným cílem KPI's je i propojení a především sjednocení zájmů managementu a vlastníků.

S ohledem na výše uvedené je třeba nalézt takové KPI's, které poskytnou odpovědi na to, co potřebujeme znát. KPI's se proto vytvářejí s využitím „Key Performance Questions“ (tj. klíčových otázek výkonnosti), které umožňují najít ty nejdůležitější ukazatele.

Dle [21] existují tři hlavní důvody pro měření výkonnosti¹²:

- a) poznat a zdokonalit – cílem těchto KPI's je získat informace, které se využívají uvnitř podniku pro účely řízení, tj. pro lepší rozhodování, ověření strategických předpokladů a pro neustálé učení se a zlepšování,
- b) externí reporting a prokázání dosažení cílů – tyto KPI's slouží k informování externích Stakeholders,
- c) řízení a kontrola pracovníků – KPI's nastavují cíle, měří míru jejich dosažení a jsou často spojeny s odměňováním.

Při definici KPI's se zpravidla postupuje shora dolů - od strategických cílů podniku k operativním cílům jednotlivých procesů. Dle [22] je volba KPI's jedinečná pro každý podnik a není možné přesně stanovit počet těchto ukazatelů. Autoři se však přiklánějí k názoru, že počet těchto ukazatelů by se měl pohybovat mezi čtyřmi až deseti. Dále upozorňují, že ukazatele nejsou neměnné a je proto vhodné obměňovat je tak, aby odrážely změny ve vývoji podniku. Provedené změny

⁹ V [9] se doslova uvádí „Without the right KPI's managers are sailing blind“.

¹⁰ Vytváření hodnoty není totiž úkolem pouze vedení, ale všech pracovníků.

¹¹ V [7] se doslova uvádí: „A focus on value creation implies that decisions and actions are judged in the context of how much value they will create, and that value-creating behaviour is encouraged throughout of organization.“

¹² V originále To learn and improve + To report externally and demonstrate compliance + To control and monitor people

používaných KPI's je však vždy nutné vysvětlit a pro lepší posouzení je vhodné uvádět časové řady vývoje jednotlivých ukazatelů. Vhodná je i grafická interpretace ve formě grafů, porovnání skutečnosti s plánem nebo s výsledky jiných podniků (benchmarking).

Jako příklady KPI's se uvádějí například podíl na trhu, spokojenost zákazníků, růst tržeb, TSR (=Total Shareholder Return), ROE, ROCE, EPS, Free Cash Flow, provozní zisk, čistý ekonomický zisk (Net Economic Profit¹³), udržení klíčových pracovníků nebo počty pracovních úrazů.

Při tvorbě KPI's je třeba zabývat se i nalezením rovnováhy mezi náklady na zpracování analýzy a vypovídající schopností výsledné analýzy¹⁴. Je tedy nezbytné zvažovat účelnost, nákladnost, spolehlivost a rychlost získání KPI's a zpracování jejich analýzy.

¹³ Autoři připomínají, že u nestandardních ukazatelů (v tomto případě nevycházejících z US GAAP) je nezbytné popsat, jak je ukazatel vytvořen.

¹⁴ Stále je třeba mít na paměti, že „... většina organizací má tendenci měřit to, co se snadno měří, nikoliv nutně to, co je opravdu důležité. (Marr, 2004)“, převzato z ([8], str.50).

2 Druhy analýz výkonnosti a hodnotící ukazatele

V ekonomické praxi se používají dva druhy analýz - technická a fundamentální. Definice jednotlivých druhů analýz jsou uvedeny v následujících kapitolách. Je však zřejmé, že oba druhy analýz jsou spolu značně provázané a je proto vhodné je vzájemně kombinovat. Jen obtížně lze totiž provádět technickou analýzu bez „fundamentálních“ znalostí ekonomických procesů a jevů ([13], str. 41).

2.1 Technická analýza

Technickou analýzu můžeme v souladu s ([13], str. 41; [14], str. 368) definovat jako metodu využívající matematické, matematicko-statistické a další většinou kvantitativní algoritmizované metody ke zpracování dat a k následnému posouzení výsledků z ekonomického hlediska. Do této kategorie řadíme finanční analýzu, kterou se podrobně zabývám v kapitole č.3.

2.2 Fundamentální analýza

Obecná definice ([13], str.41) uvádí, že fundamentální analýza je založena na znalostech a vzájemných souvislostech mezi ekonomickými a mimoekonomickými procesy. Fundamentální analýza se opírá o značné množství informací a odvozuje závěry zpravidla bez algoritmizovaných postupů. Je spíše kvalitativní povahy a je založena především na zkušenostech odborníků a na jejich odhadech.

V literatuře (např. [14], str. 368, nebo [20]) se fundamentální analýza zmiňuje většinou v souvislosti se stanovením vnitřní hodnoty akcie ¹⁵.

Fundamentální analýza při stanovení vnitřní hodnoty akcie zkoumá jednotlivé vlivy ve třech okruzích, které jsou uvedeny v následujícím textu.

- a) **Globální analýza** – zkoumá vliv makroekonomických veličin, tj. zejména hrubého domácího produktu, inflace, spotřebitelské poptávky, obchodní bilance a vývoje kurzu měny. Cílem je nalézt korelaci těchto veličin s akciovými trhy.
- b) **Odvětvová analýza** - hledá charakteristiky odvětví, tj. závislost ceny akcie na hospodářském cyklu, vazbách mezi jednotlivými sektory, státní regulaci nebo struktuře odvětví (monopolní, konkurenční). S rostoucí konkurencí v daném

¹⁵ Ve vzorci 2-6 jsem odvodila, že současná hodnota podniku se rovná součinu vnitřní hodnoty akcie a počtu emitovaných akcií.

odvětví se zvyšuje nestabilita tvorby zisku a následně dochází i ke zvýšení pravděpodobnosti kolísání cen akcií.

- c) **Podniková (korporátní) analýza** – nejpodstatnější část fundamentální analýzy. Součástí je i kvalitativní analýza, zaměřující se na více či méně subjektivní ohodnocení vlivu obtížně měřitelných faktorů (viz kvalitativní ukazatele v kapitole 2.3.4).

2.3 Hodnotící ukazatele

Pro proměnné hodnoty je v ekonomických modelech a analýzách používán pojem ukazatel [14], který je základním nástrojem nejenom vlastní analýzy, ale i řízení, neboť stále platí tvrzení: „Řídit se dá pouze to, co se dá měřit“.

Ukazatel je definován jako označení určitého jevu a jeho číselnou velikostí je jeho hodnota [15].

Existuje celá řada způsobů třídění ukazatelů. Níže uvádím některé z nich, a s ohledem na zadání a cíl mé práce. Při definici jednotlivých typů ukazatelů vycházím především z [15].

2.3.1 Absolutní a relativní ukazatele

Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele uvádějí určitý jev bez vztahu k jinému jevu [14]. Absolutní ukazatele pro finanční analýzu jsou uvedeny v účetních výkazech (viz kapitola 3.3) a jedná se např. o ukazatele zisku po zdanění, EBIT nebo peněžního toku. Absolutní ukazatele tvoří základní východisko každé analýzy a dělí se na následující ukazatele.

- **Stavové (okamžikové) ukazatele** - zachycují stav k danému okamžiku. Z hlediska finanční analýzy se jedná především o položky rozvahy.
- **Tokové (intervalové) ukazatele** - udávají změnu, ke které došlo za určitou dobu (např. kolik se prodalo výrobků, spotřebovalo energie, vytvořilo zisku za dané časové období). Z hlediska finanční analýzy se jedná o položky výkazu zisku a ztrát a výkazu o peněžních tocích.
- **Rozdílové veličiny** - udávají rozdíly vybraných skupin aktiv a pasiv. Typickým představitelem je ukazatel čistého pracovního kapitálu.

Relativní (poměrové) ukazatele

Vyjadřují poměr dvou absolutních ukazatelů. Je to nejpoužívanější skupina ukazatelů, jejichž přímá analýza (poměrová analýza) patří k základním metodám finanční analýzy. Z poměrových ukazatelů se vytvářejí ukazatelové soustavy, a to i) paralelní,

ii) pyramidové a **iii)** účelově vybrané ukazatele (podrobněji viz kapitoly 3.4.3, 3.4.4 a 3.4.5).

2.3.2 Finanční a naturální ukazatele

Finanční ukazatele

Jsou vyjádřeny v peněžních jednotkách (Kč, USD, Euro, ...).

Naturální ukazatele

Naturální ukazatele jsou vyjádřené v naturálních měřících jednotkách, tj. v např. v počtech kusů, počtech akcií a v různých fyzikálních jednotkách (m, kg, sekundy, Jouly, ...).

2.3.3 Monetární a nemonetární ukazatele

Toto dělení ukazatelů se objevilo v souvislosti se zaváděním systému měření výkonnosti.

Monetární ukazatele

Jedná se o tradiční ukazatele finanční analýzy, tj. například ukazatele ROE, Cash Flow, EPS nebo Shareholder Value.

Nemonetární ukazatele

Jsou široce používány v metodě Balanced Scorecard (BSC) a jedná se např. o ukazatele udávající podíl na trhu, kvalitu managementu, inovace, spokojenost zákazníka, počet reklamací atd.

2.3.4 Kvantitativní a kvalitativní ukazatele

Kvantitativní ukazatele

Tyto ukazatele je možné číselně vyjádřit a mohou být finanční nebo naturální.

Kvantitativní ukazatele dělíme na **i)** měřitelné (metrické) a **ii)** pořadové (ordinální).

Kvalitativní ukazatele

Tyto ukazatele se dají vyjádřit pouze slovně. V ([13], str. 16) se jako příklad těchto ukazatelů uvádí například image podniku, kvalita managementu, úroveň řízení, struktura vlastnictví, likvidita akcií na kapitálovém trhu a ekologie. Do této kategorie můžeme zařadit i další ukazatele, např. kvalitu pracovní síly, spokojenost zákazníků nebo sociální vztahy.

Kvalitativní ukazatele dělíme dle na **i)** alternativní, které mohou nabývat pouze dvou hodnot (např. muž, žena) a **ii)** množné, které nabývají více hodnot (např. vzdělání – základní, SŠ, VŠ).

2.4 Metody srovnávání ukazatelů

Srovnávání jednotlivých ukazatelů je dle [15] základní metodou hodnocení jevů. Přitom můžeme srovnávat vývoj ukazatelů v čase (časové řady), prostoru (lokalita, konkurence, vnitropodnikové útvary) a druhově. V praxi se často používá srovnávání s plánem nebo normou.

2.4.1 Definice vzorců pro vyjádření vztahů mezi ukazateli

Při srovnávání dvou hodnot ukazatelů X_j a X_k (při časovém srovnávání používáme X_0 pro výchozí období a X_1 pro hodnocené období) je možno použít následující srovnání:

Rozdíl – je vyjádřen v téže měřící jednotce a je definován jako:

$$X_{kj} = X_j - X_k \quad (2-1)$$

Přírůstek – jedná se o rozdíl u časového srovnání a je definován jako:

$$\Delta X = X_1 - X_0 \quad (2-2)$$

Index (I) – je to bezrozměrné číslo a udává poměr hodnot jednoho ukazatele. Index je definován jako:

$$I_{Xkj} = X_k / X_j \quad (2-3)$$

Basický index (b_T) – je index mající stále stejné základní období a počítá se

$$b_T = X_T / X_0 \quad (2-4)$$

X_T je běžný (hodnocený) rok a X_0 zvolený basický rok. Například pro základní (=basický) rok 2010 a běžný rok 2013 je basický index definován jako I_{2013} / I_{2010} .

Řetězový index (r_T) – jedná se o poměr dvou po sobě jdoucích let

$$r_T = X_T / X_{T-1} \quad (2-5)$$

Přičemž základní období se stále posunuje v čase, tj. platí: $I_{2011} / I_{2010} \Rightarrow I_{2012} / I_{2011} \Rightarrow$

$I_{2013} / I_{2012} \Rightarrow$ atd.

Pro vztah basického a řetězových indexů platí

$$I_{2013} / I_{2010} = (I_{2011} / I_{2010}) * (I_{2012} / I_{2011}) * (I_{2013} / I_{2012}) \quad (2-6)$$

Relativní přírůstek (RP) – jedná se o poměr přírůstku (viz Vzorec 2-2) a hodnoty výchozího období X_0 . Relativní přírůstek můžeme stanovit také jako index (viz vzorec 2-3) snížený o hodnotu 1, tj.

$$RP = \Delta X / X_0 = (X_1 - X_0) / X_0 = I_{X01} - 1 \quad (2-7)$$

Tempo růstu (TR) – jedná se o relativní přírůstek vyjádřený v procentech

$$TR = RP * 100\% = (X_1 - X_0) / X_0 * 100\% = (I_{X01} - 1) * 100\% \quad (2-8)$$

Průměrné tempo růstu (G) – stanovíme jako geometrický průměr tempa růstu řetězových indexů v období I_1 až I_n dle vzorce

$$G = \sqrt{I_1 * I_2 * \dots * I_n} \quad (2-9)$$

2.4.2 Metoda rozkladu syntetického ukazatele

Metodu rozkladu syntetických ukazatelů můžeme úspěšně využít při zpracování přehlednější prezentace výsledků prováděné analýzy, protože umožňuje rychle a efektivně dohledat, které dílčí ukazatele mají největší vliv na změnu výsledného syntetického ukazatele.

Syntetický ukazatel (**S**) může být tvořen různými matematickými kombinacemi (tj. součtem, rozdílem, součinem nebo podílem) dílčích ukazatelů (**A, B, ...**). Metoda rozkladu nám umožňuje analyzovat přírůstek a index syntetického ukazatele mezi počátečním stavem t_0 a koncovým stavem t_1 . Můžeme definovat

- přírůstek syntetického ukazatele $\Delta S = S_1 - S_0$ a přírůstky jednotlivých dílčích ukazatelů $\Delta A = A_1 - A_0$ a $\Delta B = B_1 - B_0$
- index syntetického ukazatele $I_s = S_1/S_0$ a indexy jednotlivých dílčích ukazatelů jako $I_A = A_1/A_0$ a $I_B = B_1/B_0$. V praxi bývá výhodnější stanovit tempo růstu, které mohou určit dle Vzorce 2-8, tj. pro syntetický ukazatel $TR_s = (I_s - 1) * 100\%$ a pro dílčí ukazatele $TR_A = (I_A - 1) * 100\%$, $TR_B = (I_B - 1) * 100\%$.

Potom pro jednotlivé varianty složení syntetického ukazatele platí:

Tabulka č. 1: Metoda rozkladu syntetického ukazatele

S = A + B	Δ	$\Delta S = \Delta A + \Delta B$
	I	$I_s = \Delta A * I_s / \Delta S + \Delta B * I_s / \Delta S$
S = A - B	Δ	$\Delta S = \Delta A - \Delta B$
	I	$I_s = \Delta A * I_s / \Delta S - \Delta B * I_s / \Delta S$
S = A * B	Δ	$\Delta I_s = \Delta I_s * \log (A_1/A_0) / \log (S_1/S_0) + \Delta I_s * \log (B_1/B_0) / \log (S_1/S_0)$
	I	$I_s = I_s * \log (A_1/A_0) / \log (S_1/S_0) + I_s * \log (B_1/B_0) / \log (S_1/S_0)$
S = A / B	Δ	$\Delta I_s = \Delta I_s * \log (A_1/A_0) / \log (S_1/S_0) - \Delta I_s * \log (B_1/B_0) / \log (S_1/S_0)$
	I	$I_s = I_s * \log (A_1/A_0) / \log (S_1/S_0) - I_s * \log (B_1/B_0) / \log (S_1/S_0)$

Zdroj: Vlastní zpracování

Z matematické definice algoritmu vyplývají určitá omezení pro použití výše uvedených metod rozkladu syntetického ukazatele, protože musí platit:

$$A_1 / A_0 > 0 \cap B_1 / B_0 > 0 \cap S_1 / S_0 > 0$$

Další omezení vyplývá ze skutečnosti, že nelze dělit nulou a tudíž musí navíc platit, $\ln(S_1/S_0) \neq 1$, tj. $S_1 \neq S_0$.

3 Finanční analýza

3.1 Cíl a metody finanční analýzy

Hlavním cílem finanční analýzy je příprava podkladů pro kvalitní rozhodování o fungování podniku ([13], str.9). V rozvinutých zemích má finanční analýza dlouhodobou tradici a patří k neoddelitelným prvkům podnikového řízení. Neexistuje však žádná závazná ani teoreticky nejsprávnější metoda finanční analýzy ([6], str. 54). Každá finanční analýza je tedy jedinečná a její autor se musí při jejím sestavení řídit především jejím účelem a cílem. Finanční analýza tvoří stále nedílnou součásti fundamentálních analytických metod, např. Balanced Scorecard.

Finanční analýza je významným nástrojem finančního řízení a k jejím výhodám patří zejména rychlé a finančně nenáročné zpracování a relativně dobrá dostupnost informačních zdrojů.

3.1.1 Metody finanční analýzy

Ve své práci používám dělení metod finanční analýzy uvedené v [17], tj. člením finanční analýzu na následující metody.

- a) **Účetní** (podrobně viz kapitola 3.4) – tradiční metody analýzy *orientované na ziskovost*, tj. např. EAT, EBIT, EPS, ROA a ROE. V poslední době se projevuje posun od ukazatele EAT k ukazateli EBIT (popř. EBITDA), protože je tak možné eliminovat vliv mimořádných nákladů a výnosů. Tyto ukazatele jsou založeny na účetním zisku, který obsahuje pouze náklady na cizí kapitál. Nezahrnuje však náklady vlastního kapitálu r_e , což je hlavní nedostatek této metody¹⁶. Další slabinou je i orientace na minulost.
- b) **Ekonomické** (též hodnotové, podrobně viz kapitola 3.5) – metody založené na řízení hodnoty a *orientované na růst*, tj. NPV, EVA, RONA, CFROI, CVA. Tyto metody jsou založeny na ekonomickém zisku, zahrnujícím náklady

¹⁶ Účetnictví je zaměřeno spíše na pohled věřitelů a akciových trhů na společnost a v České republice je silně orientován na potřeby daňové legislativy.

na veškerý kapitál, tj. náklady cizího i vlastního kapitálu r_c . Jedná se o klíčové ukazatele pro stanovení hodnoty a výkonnosti podniku. Panuje všeobecná shoda, že nejvhodnějším ukazatelem tvorby hodnoty je NPV.

- c) **Tržní** (podrobně viz kapitola 3.6) – hodnotí výkonnost podniku z pohledu kapitálového trhu. Do této kategorie řadíme např. ukazatele MVA a TSR. Problémem této metody je dostupnost tržních dat pro hodnocení. Pro mnoho podniků v České republice nejsou totiž data kapitálového trhu dostupná a nelze tudíž tyto metody použít.

3.1.2 Typy finančních analýz

Horizontální analýza – jedná se o analýzu trendů, tj. časového vývoje vybraných ukazatelů (v účetních výkazech se jedná o analýzu po sloupcích). K analýze využíváme především postupy uvedené v kapitole 2.4. Pro lepší přehlednost a vypovídací schopnost se časové řady často zobrazují v grafech.

Vertikální analýza (analýza komponent) – zabývá se vnitřní strukturou, tj. procentní skladbou jednotlivých ukazatelů účetních výkazů (v účetních výkazech se jedná o analýzu po řádcích). Často se využívá v mezipodnikovém srovnání, protože dokáže eliminovat vliv velikosti podniku tím, že používá princip „Common Size Statement“, tj. převádí základní ukazatel (např. celkové tržby nebo aktiva celkem) na srovnatelný základ 100%.

3.1.3 Omezení a slabiny finanční analýzy

Odborná literatura (např. [7], str. 104; [13], str.37) se shoduje na řadě omezení „účetní“ finanční analýzy. Jedná se především o:

- a) provádí se ex – post a je tedy zaměřena na především na minulost, maximálně však na současnost. Může však být určitým základem pro ex – ante analýzu, tj. pro zpracování odhadu budoucího vývoje jednotlivých ukazatelů,
- b) účetní principy – v některých případech poskytují prostor pro ovlivnění reportingu. Patří sem především postupy odepisování. To může komplikovat porovnání jednotlivých podniků,
- c) inflace – účetnictví používá pro ocenění historické ceny, tj. nezohledňuje vliv inflace. U podniků vlastnicích starší aktiva (dlouhodobý majetek, zásoby) to vede k pododnocení těchto aktiv a k nadhodnocení zisku (odpisy jsou počítány z historických cen),

- d) interpretace výsledků diverzifikovaných podniků, podnikajících v různých oborech a vykazujících konsolidované účetní závěrky. To ztěžuje především oborové porovnání,
- e) úprava finančních výkazů (Window Dressing) – podniky se snaží před termínem zpracování účetní závěrky provést finanční a účetní operace, které ovlivní účetní výkazy a které vystaví podnik do lepšího světla (např. čerpání dlouhodobých úvěrů nebo odložení nákupů v případě slabších ukazatelů likvidity),
- f) interpretace jednotlivých poměrových ukazatelů není vždy jednoznačná,
- g) je obtížné nalézt tu správnou hodnotu, které má ukazatel dosahovat,
- h) vzniká problém souhrného hodnocení velkého množství ukazatelů.

Závěrem této kapitoly můžeme citovat závěr autorů ([1], str. 713), ve kterém shrnují možnosti finanční analýzy takto: *„Pravdou však je, že finanční poměry nejsou náhradou křišťálové koule. Jsou pouze výhodným způsobem, jak shrnout velká množství finančních údajů porovnáním výkonnosti firem. Poměry vám pomohou klást správné otázky, málokdy je však zodpovědí.“*

Na paměti je třeba mít i stanovisko R.C. Higginse, který varuje před mechanickou aplikací výstupů finanční analýzy a výsledná čísla vnímá spíše jako stavební prvky věcné analýzy (převzato z [8], str. 28).

3.2 Zdroje dat pro finanční analýzu

Pro externího zpracovatele analýzy není získání relevantních podnikových informací jednoduchou záležitostí. Obvykle se informace zveřejňují se značným časovým zpožděním a některé podniky rozsah zveřejňovaných informací záměrně minimalizují. Vyhledávání informací je tak často mravenčí práce a informace získané z veřejných zdrojů (tisk, internet) je třeba pečlivě ověřovat.

3.2.1 Výroční zpráva

Výroční zprávu jsou povinny vyhotovit všechny podniky stanovené v §20 Zákona 563/91 Sb. o účetnictví. Rozsah výroční zprávy je předepsán v §21 zákona, kde je mimo jiné stanoven i rozsah zveřejňovaných finančních a nefinančních informací. Povinnou součástí výroční zprávy je i konsolidovaná a nekonsolidovaná účetní závěrka (viz §21/4 zákona), dále výrok auditora a zpráva o vztazích mezi propojenými osobami, která nám usnadní pochopení vlastnických vztahů ve skupině a obchodních vztahů mezi jednotlivými členy této skupiny.

Podle §21a zákona jsou podniky zapsané v obchodním rejstříku (nebo kterým to ukládá zvláštní zákon) povinny zveřejnit výroční zprávu a účetní závěrku.

3.2.2 Účetní závěrka

Rozsah účetní závěrky je závazně upraven v §18 Zákona 563/91 Sb. o účetnictví. Uspořádání a obsahové vymezení informací v příloze účetní závěrky je stanoveno v §39 vyhlášky č.200/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/91 Sb. O účetnictví. Součástí účetní závěrky je:

- rozvaha,
- výkaz zisků a ztrát,
- příloha, přičemž součástí přílohy jsou dle §39/11 vyhlášky č.200/2002 Sb. i údaje o uspořádání a obsahovém vymezení přehledu o peněžních tocích (§40 až §43) a výkaz o změně vlastního kapitálu . Podniky obvykle zveřejňují výkaz o peněžních tocích.

Příloha je velmi užitečným zdrojem informací, protože mimo výše uvedený výkaz o peněžních tocích uvádí i základní identifikační informace o podniku¹⁷, informace o použitých účetních postupech (oceňování, odepisování, přepočty cizích měn) a doplňující informace a komentáře k vybraným řádkům účetních výkazů.

3.2.3 Ostatní zdroje informací

Další informace můžeme dohledat například na Burze cenných papírů Praha, webových stránkách ministerstev financí a průmyslu, České národní banky a Českého statistického úřadu. Důležitým zdrojem informací je portál www.justice.cz. Další informace je možné nalézt v různých odvětvových analýzách a v odborném tisku.

3.3 Základní účetní výkazy

Jak uvádí ([10], str.81) „*Účetní výkazy jsou oknem do firemních operací a soustavou informací o minulosti i o současnosti.*“

3.3.1 Rozvaha

Rozvaha je nejdůležitějším zdrojem informací, zobrazující majetkovou (= aktiva) a kapitálou (= pasiva) strukturu podniku k určitému datu. Aktiva zobrazují jaký majetek a v jaké struktuře podnik vlastní a pasiva udávají z jakých zdrojů (vlastních, cizích, dlouhodobých, krátkodobých) byl tento majetek pořízen. Položky aktiv

¹⁷ Jedná se především o informace o sídle, identifikačním čísle, právní formě podnikání, předmětu činnosti, emitovaných akciích, struktuře vlastníků, členech správních orgánů, organizační struktuře podniku a členech vedení.

a pasiv jsou uspořádány dle likvidnosti, a to od těch nejméně likvidních (stálá aktiva) k těm nejlikvidnějším (peníze na účtě).

Platí bilanční rovnice, tzn. že aktiva celkem se musí rovnat pasivům celkem.

Rozvaha:

- uvádí stavové (okamžikové) ukazatele, tj. údaje platné ke konkrétnímu rozvahovému dni, tj. k poslednímu dni příslušného účetního období,
- majetkové položky jsou oceněny v historických cenách,
- při posuzování jednotlivých položek rozvahy je třeba věnovat pozornost použitému způsobu ocenění (zásoby, pohledávky, závazky, finanční investice) a dále způsobu tvorby opravných položek, odepisování a účtování kurzových rozdílů,
- v položce č. 083 „Nerozdělený zisk minulých let“ je uvedena výše reinvestovaného zisku, který nebyl vyplacen vlastníkům ve formě dividendy,
- na straně pasiv můžeme rozlišit úplatné zdroje (platí se úroky – bankovní úvěry, obligace, finanční výpomoci) a zdroje neúplatné (neplatní se z nich úrok – závazky k zaměstnancům, závazky z obchodního styku).

3.3.2 Výkaz zisků a ztrát

Zisk je definován jako rozdíl mezi výnosy a náklady. Jsou-li náklady vyšší než výnosy vzniká záporný zisk, který se nazývá ztráta. Zisk a ztráta se souhrnně nazývají hospodářský výsledek (HV). Z definice vyplývá, že výkaz zisků a ztrát (VZZ) zachycuje pohyb výnosů a nákladů a nikoliv příjmů a výdajů. To vyplývá z akruálního principu účetnictví, podle kterého se náklady a výnosy účtují do období, se kterým časově a věcně souvisejí a nikoliv do období, kdy dochází ke skutečnému příjmu nebo výdaji v cash flow. Zisk je tedy účetní kategorie, která není totožná se skutečnými hotovostními příjmy a výdaji. Tvorba zisku tedy automaticky nezajišťuje likviditu podniku. Vytváření zisku a jeho maximalizace je základní cílem podnikání.

Výkaz zisků a ztrát:

- podrobněji analyzuje jeden řádek rozvahy (resp.vlastního jmění), a to řádek pasiv „výsledek hospodaření běžného účetního období“.
- uvádí tokové (intervalové) ukazatele za účetní období, tj. dvanáct po sobě jdoucích měsíců.

- rozděluje HV na provozní, finanční a mimořádný. Přičemž součet provozního a finančního HV se nazývá HV za běžnou činnost a součet HV za běžnou činnost a mimořádného HV pak HV za účetní období.

3.3.3 Výkaz o peněžních tocích

Výkaz o peněžních tocích pochází z USA a v České republice se jeho používání rozšířilo až po roce 1993. Pro jeho označení se vžil anglický výraz Cash Flow (CF). Cash Flow je ústředním pojmem celého finančního řízení, je kritériem veškerého rozhodování a má zásadní vliv na zajištění finanční stability podniku [14]. Význam tohoto ukazatele dokládá již anglické přísloví „*Profit is a concept, cash is a fact*“¹⁸ a neustále rostoucí význam cash flow je možno podpořit i výrokem „*Cash is no longer king; it has become the dictator.*“¹⁹

Pro sestavení tohoto výkazu se používá přímá nebo nepřímá metoda. V praxi se častěji používá nepřímá metoda, která transformuje zisk do podoby CF tak, že vylučuje ze zisku nevýdajové položky (odpisy, rezervy, nerealizované kurzové zisky a ztráty) a zohledňuje změnu stavu pracovního kapitálu.

Výkaz o peněžních tocích:

- podrobněji analyzuje řádek rozvahy č.58, „Krátkodobý finanční majetek“.
- Celkový CF účetního období se musí rovnat změně stavu této rozvahového položky k počátečnímu a konečnému dni,
- uvádí tokové (intervalové) ukazatele za účetní období,
- rozděluje peněžní toky na toky z činnosti **i**) provozní, **ii**) investiční (pořízení investičního majetku) a **iii**) finanční (čerpání a splácení úvěrů a obligací, výplata dividend, zvýšení základního kapitálu ap.).

3.4 Účetní metody finanční analýzy

3.4.1 Absolutní ukazatele účetního zisku

Kategorizace jednotlivých forem zisku je ovlivněna vlivem americké praxe. Níže uvádím jedno z možných členění ukazatelů zisku (viz např. ([14], str. 135; [7], str. 33) níže uvedené možnosti.

» **Výnosy** - při provádění analýzy je třeba rozlišovat pojmy výnosy a tržby (sales). Pod pojem tržby zahrnuji řádek č. 05 VZZ - Tržby za prodej vlastních výrobků

¹⁸ Převzato z [7], str. 519 a volně přeloženo „Zisk je pouze pojem, peníze skutečnost“ – je možné použít i volnější překlad uvedený v [16], str.125), a to „Konečným cílem podnikání je vydělat peníze, nikoliv dosáhnout zisku.“

¹⁹ Převzato z [7], str. 520 a volně přeloženo „ Peníze už nejsou jenom králem, staly se diktátorem“.

a služeb. Výnosy mimo tržeb zahrnují i příjmy z prodeje majetku, přijaté dividendy, úroky, poplatky atd. (viz [6], str.45.). Ve výnosech jsou tedy zahrnuty i položky, které nejsou přímo spojeny s výrobní kapacitou.

- náklady bez úroků, daně z příjmu a odpisů

» **EBITDA** – zisk před úroky, zdaněním a odpisy (Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations²⁰).

- odpisy hmotného a nehmotného majetku

» **EBIT** – zisk před úroky a zdaněním (Earnings before Interest and Taxes) je jedním z hlavních měřítek výkonnosti podniku, protože udává výši vytvořeného zisku bez ohledu na způsob financování a zdanění, proto se často využívá jako ukazatel mezipodnikového porovnání. O tento zisk se musí vlastník rozdělit s věřiteli (úroky) a státem (daně).

- nákladové úroky

» **EBT** – zisk před zdaněním (Earnings before Taxes), někdy se nazývá hrubý zisk

- daň z příjmu – splatná a odložená daň

» **EAT**²¹ – zisk po zdanění (Earnings after Taxes), někdy se nazývá čistý zisk. EAT udává výši zisku, který zbývá vlastníkovvi k rozdělení.

Ve finanční analýze se pro výpočet vybraných poměrových ukazatelů rentability zavádí mimo výše uvedených ukazatelů zisku ještě ukazatel čistého provozního zisku **NOPAT** (Net Operating Profit after Taxes). Tento ukazatel je definován

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - t) \quad (3-1)$$

kde *t* je sazba daně z příjmu.

V některých případech je výhodnější stanovit tento ukazatele přímo jako

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{Daň} \quad (3-2)$$

kde **Daň** je výše splatné daně z příjmu.

Občas je vzhledem ke struktuře ukazatele EBITDA vhodné provést podrobnější analýzu členění jeho sklady. Vzhledem k tomu, že je to právě případ hodnocené společnosti ABC, a.s., zabývám se touto problematikou podrobněji.

V úvahu připadá zavedení následujících ukazatelů.

²⁰ V americkém pojetí účetnictví se rozlišují odpisy dlouhodobého hmotného majetku (depreciations) a odpisy dlouhodobého nehmotného majetku (amortizations).

²¹ Někdy se používá též zkratka PAT = Profit After Tax.

a) Hrubá marže (Gross Margin)

Hrubou marži stanovíme ([7], str. 31) jako rozdíl výnosů a nákladů na prodané zboží (Cost of Goods Sold), tj. přímých nákladů souvisejících s produkcí určitého výrobku nebo služby (= náklady na materiál, energie, osobní náklady, odpisy a režie).

Od ukazatele hrubé marže následně odečítáme nepřímé náklady a dostaneme ukazatel EBIT. Nepřímé náklady (expences) nejsou přímo spojeny s výrobou – jedná se většinou o správní a odbytovou režii, náklady na výzkum a vývoj atd.

b) Krycí příspěvek na úhradu nákladů a zisku (The Contribution)

Krycí příspěvek KP počítáme jako rozdíl tržeb a proměnných nákladů²² ([7], str. 614; [14], str. 137).

$$KP = T - N_{pr} \quad (3-3)$$

Tento ukazatele můžeme počítat i jako rozdíl ceny a měrných proměnných nákladů. Vyjádříme-li krycí příspěvek jako procento tržeb, získáme ukazatel The Contribution Margin²³

$$KP_{\%} = (T - N_{pr}) / T \quad (3-4)$$

3.4.1.1 Peněžní toky

Výkaz o peněžních tocích je popsán v kapitole 3.3.3. Zvýšení aktiv je z hlediska CF výdajem a snížení aktiv příjmem. U pasiv je situace opačná, tj. zvýšení pasiv je příjem a snížení pasiv pak výdaj. Dle ([10], str. 142) není CF vrcholovým kritériem podnikání. Jeho výši je tudíž nutné optimalizovat ale ne maximalizovat. Finanční majetek je nutné buď vyplatit formou dividendy nebo reinvestovat.

3.4.1.2 Free Cash Flow (FCF)

FCF definujeme ([7], str.84) jako peněžní toky vytvořené nad rámec vlastních potřeb podniku, tj. nad rámec investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. V souladu s ([6], str.136) musíme při výpočtu FCF zohlednit pro koho je určen, zda pro všechny poskytovatele kapitálu nebo pouze pro vlastníka²⁴.

a) **Z pohledu všech poskytovatelů kapitálu** (FCFF - Free Cash Flow to the Firm)

Takto vypočtený FCFF udává volné peněžní toky pro podnik jako celek. FCFF musí pokrýt požadavky vlastníků, věřitelů i případné reinvestice.

²² Proměnné náklady = část přímých nákladů, jejichž velikost je přímo závislá na objemu výroby.

²³ Překlad tohoto termínu do češtiny není jednotný, nalezla jsem na doslovný překlad „příspěvková marže“ nebo „mezní příspěvek“

²⁴ Je možné definovat i peněžní toky pro věřitele, a to jako rozdíl mezi peněžním tokem pro všechny poskytovatele kapitálu (FCFF) a pro vlastníka (FCFE), viz ([2], str. 27).

$$FCFF = EBIT * (1 - t) + ODP - INV - \Delta NWC \quad (3-5)$$

ΔNWC je změna stavu čistého pracovního kapitálu.

b) Z pohledu vlastníka (FCFE – Free Cash Flow to the Equity)

V případě, že se jedná o nezadlužený podnik (tj. financovaný pouze vlastním kapitálem) je $FCFE = FCFF$, protože splátka i úrok jsou nulové.

V případě zadluženého podniku musíme odečíst peněžní toky pro věřitele, tj. splátky jistiny a nákladové úroky po zdanění. $FCFE$ jsou zdroje, které mohou být vyplaceny vlastníkům.

$$FCFE = (EBIT - U) * (1 - t) + ODP - INV - \Delta NWC - SPL \quad (3-6)$$

Protože platí, že **i)** $EBIT - U = EBT$ a **ii)** $EBT * (1 - t) = EAT$ můžeme výše uvedený vzorec převést na tvar

$$FCFE = EAT + ODP - INV - \Delta NWC - SPL \quad (3-7)$$

V případě, že FCF dosahuje záporné hodnoty, je třeba zajistit dodatečné finanční zdroje, a to buď **i)** cizím financováním (úvěry, obligace) nebo **ii)** navýšením základního kapitálu.

3.4.2 Rozdílové ukazatele

Za klíčový rozdílový ukazatele se považuje čistý pracovní kapitál ($NWC = \text{Net Working Capital}$). Tento ukazatel je současně považován za jedno z měřítek likvidity ([13]; str. 51). NWC počítáme dle vzorce:

$$NWC = OA - KZ = (E + DZ) - FA,$$

kde: OA = oběžná aktiva, KZ = krátkodobé závazky, E = vlastní kapitál, DZ = dlouhodobé závazky a FA = stálá aktiva.

Z ekonomického pohledu můžeme čistý pracovní kapitál interpretovat jako část oběžného majetku, která je financována z dlouhodobého kapitálu ([6], str. 52).

U dobře řízeného podniku by se NWC měl měnit v závislosti na tržbách. Nemělo by docházet k tomu, aby hodnota NWC byl záporná, protože v tomto případě by byl NWC financován krátkodobými finančními zdroji a vznikalo by riziko finanční nestability ([10], str. 140).

3.4.3 Paralelní ukazatelové soustavy

Paralelní ukazatelové soustavy jsou tvořeny různými poměrovými ukazateli.

Dle ([10], str. 87) je metoda ukazatelových soustav velmi často využívána pro analýzu finanční situace podniku a autoři doslova uvádějí „*Vybrané ukazatele*

jsou co do významu považovány za rovnocenné a jsou shrnovány do skupin podle toho, kterou oblast podnikového hospodaření postihují.“ V souladu s americkou praxí dělíme paralelní ukazatelové soustavy do pěti základních kategorií, to na ukazatele **i)** likvidity, **ii)** aktivity, **iii)** zadluženosti, **iv)** rentability a **v)** tržní hodnoty.

Provedla jsem analýzu poměrových ukazatelů uváděných v odborné literatuře ([1], str. 713; [6], str.54; [7], str. 85; [10], str.86; [11], str.28; [13], str. 47 a [14], str.354) a vybrala a popsala poměrové ukazatele²⁵ jednotlivých kategorií, které mohou přicházet v úvahu pro další použití při stanovení kritérií výkonnosti podniku.

Při tvorbě paralelních soustav je nezbytné věnovat pozornost zejména těmto skutečnostem:

- existuje velké množství poměrových ukazatelů a často je mezi nimi silná korelace (tj. říkají téměř totéž), proto je nezbytné ukazatele pečlivě vybírat,
- způsobu výpočtu poměrových ukazatelů, které jsou tvořeny poměrem stavových a tokových ukazatelů. Přikláním se k tomu, že v případě porovnání stavových a tokových veličin je vhodné používat u stavových ukazatelů průměrné hodnoty (tj. průměr počáteční a konečné hodnoty),
- vypovídací sílu poměrových ukazatelů výrazně zvýšíme jejich porovnáním v časové řadě, s konkurencí nebo s plánem.

3.4.3.1 Ukazatele likvidity (Liquidity Ratios)

Likvidita vyjadřuje schopnost dané složky majetku přeměnit se na peněžní hotovost a je proto důležitá z hlediska zajištění finanční rovnováhy podniku. Ukazatele likvidity měří schopnost podniku hradit splatné závazky. Není však rozumné hodnotu likvidity příliš zvyšovat, protože oběžná aktiva vytvářejí pouze velmi malý až nulový zisk a váží zdroje, které by podnik mohl využít jinde a jinak.

Ukazatele likvidity se počítají ze stavových hodnot rozvahy²⁶ a nelze z nich odhadnout budoucí vývoj likvidity. Nejvhodnější je sledovat delší časovou řadu vývoje likvidity a zaměřit se na případné odchylky.

Ukazatele likvidity se vyjadřují jako bezrozměrné číslo.

²⁵ V odborné literatuře není konstrukce jednotlivých poměrových ukazatelů zcela jednotná. Vždy jsem se proto snažila vybrat definici ukazatele nejvíce vhodnou pro využití v hodnoceném podniku.

²⁶ Tyto stavové hodnoty se navíc k rozvahovému dni v účetnictví rychle mění a lze je poměrně snadno ovlivnit (např. zpožděním plateb).

I. Běžná likvidita (Current Ratio) – likvidita 3. stupně

» $Běžná\ likvidita = OA / (KZ + KBU) = oběžná\ aktiva / (krátkodobé\ závazky + krátkodobé\ bankovní\ úvěry\ a\ výpomoci)$

Ve jmenovateli zlomku jsou uvedeny veškeré krátkodobé závazky (tj. závazky splatné do jednoho roku) a proto musí být zahrnuty i krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci.

Ukazatel měří krátkodobou platební schopnost podniku - jedná se však o poměrně hrubý ukazatel. Pro zajištění likvidity musí být tento ukazatel větší než 1. Doporučená hodnota je 1,5 až 2,5. Cílem je nalézt optimum. Nízká hodnota ukazatele ohrožuje likviditu a zvyšuje rizika, vysoká hodnota snižuje rentabilitu.

II. Rychlá likvidita (Quick Ratio, Acid Test) – likvidita 2. stupně

» $Rychlá\ likvidita = (OA - ZAS) / (KZ + KBU) = (oběžná\ aktiva - zásoby) / (krátkodobé\ závazky + krátkodobé\ bankovní\ úvěry\ a\ výpomoci)$

Zásoby jsou méně likvidní a navíc u nich mohou vznikat problémy s jejich oceněním, proto se z oběžných aktiv vylučují. Ukazatele tak získává lepší vypovídací schopnost než ukazatel běžné likvidity. Doporučená hodnota je 1,0 až 1,5 - kritická hodnota je rovna jedné. Cílem je stejná optimalizace jako u ukazatele běžné likvidity.

III. Okamžitá likvidita (Cash Position Ratio) – likvidita 1. stupně

» $Okamžitá\ likvidita = KFM / (KZ + KBU) = krátkodobý\ finanční\ majetek / (krátkodobé\ závazky + krátkodobé\ bankovní\ úvěry\ a\ výpomoci)$

Při výpočtu tohoto ukazatele se vylučují nejenom zásoby (jako u rychlé likvidity), ale i pohledávky. V čitateli zlomku tak zůstávají pouze peníze na účtě (popř. v pokladně) a volně obchodovatelné cenné papíry. Doporučená hodnota je 0,9 až 1,1 (převzato z americké literatury). V České republice se jako dolní mez uvádí hodnota 0,6 s tím, že kritická hodnota je 0,2. Cílem je stejná optimalizace jako u ukazatele běžné likvidity.

3.4.3.2 Ukazatele aktivity (Asset Management Ratios)

Tyto ukazatele měří schopnost využívání aktiv (= vložených prostředků) a mají úzkou vazbu na ukazatele rentability.

I. Obrat zásob (Inventory Turnover Ratio)

» $Obrat\ zásob = T / ZAS_{prum} = Tržby / průměrná\ zásoba$

Ukazatel udává počet obrátek zásob za rok. Možno měřit i ve dnech a stanovit dobu obratu zásob jako $360 / \text{obrat zásob}$ ²⁷. Vysoký obrat zásob je obvykle považován za projev efektivnosti.

Někdy se do čitatele zlomku dosazují namísto tržeb náklady na prodané zboží (*Cost of Goods Sold*), protože tyto náklady jsou lépe porovnatelné se zásobami (tržby zahrnují i zisk).

Doporučená hodnota není stanovena. Požadovaným trendem je zvyšování počtu obrátek za rok, tj. zkracování doby obratu.

II. Průměrná doba inkasa (Average Collection Period)

» $\text{Prům. doba inkasa} = \text{POHL} / (T/360) = (\text{POHL}/T) * 360 = \text{pohledávky z obchodních vztahů} / \text{denní tržby}$

Doba inkasa se vyjadřuje ve dnech a udává počet dní mezi vystavením faktury a připsáním peněz na účet. Porovnání ukazatele s používanou dobou splatnosti faktur může signalizovat problémy v platební morálce odběratelů (vyšší podíl pohledávek po lhůtě splatnosti).

Doporučená hodnota není stanovena. Požadovaným trendem je zkracování doby inkasa.

III. Průměrná doba obratu závazků

» $\text{Doba obratu závazků} = \text{ZAV} / (T/360) = (\text{ZAV}/T) * 360 = \text{závazky z obchodních vztahů} / \text{denní tržby}$

Udává se ve dnech a je to průměrná doba realizace plateb dodavatelům. Obecně by tato doba měla být delší než průměrná doba inkasa. Věřitelům může tento ukazatel signalizovat úroveň dodržování platební kázně podniku.

Doporučená hodnota není stanovena a požadovaným trendem je prodlužování doby obratu závazků.

Je možno definovat **obchodní deficit**, a to jako rozdíl průměrné doby inkasa a doby obratu závazků.

IV. Obrat stálých aktiv (Fixed Assets Turnover)

» $\text{Obrat stálých aktiv} = T / \text{FA} = \text{tržby} / \text{stálá aktiva}$

Měří efektivnost využívání stálých aktiv, a to především ve vazbě na případné rozšiřování výrobních kapacit (= stálých aktiv). Cílem je vyrobit na stejném zařízení co nejvíce výrobků. Nízká hodnota ukazatele signalizuje nízkou aktivitu podniku.

²⁷ Používá se standard 360 dní v roce.

Doporučená hodnota není stanovena. Při srovnání s odvětvovým průměrem je nutno zohlednit stáří aktiva a způsob jeho odepisování. Požadovaným trendem je zvyšování hodnoty obratu.

V. Obrat celkových aktiv (*Total Assets Turnover*)

» $\text{Obrat celkových aktiv} = T / A = \text{tržby} / \text{aktiva celkem}$

Měří efektivnost využívání celkových aktiv a udává kolikrát za rok se aktiva obrátí ve výnosech, tj. kolikanásobek aktiv je podnik schopen vyprodukovat prostřednictvím výnosů. Pro doporučenou hodnotu a požadovaný trend platí totéž co pro ukazatele obrat stálých aktiv.

3.4.3.3 Ukazatele zadluženosti (*Debt Management Ratios*)

Pomáhají stanovit optimální úroveň struktury kapitálu, tj. poměru vlastních a cizích zdrojů. Obecně platí, že zvyšování podílu cizího kapitálu zvyšuje riziko věřitelů a následně i úrokové sazby. Zvyšující se riziko vyvolává i tlak vlastníků na zvýšení požadovaného nákladu vlastního kapitálu r_c .

I. Zadluženost (*Debt Ratio*)

» $\text{Zadluženost} = CZ / A = \text{cizí zdroje celkem} / \text{aktiva celkem}$

Obvykle se zadluženost udává v procentech. Vyjadřuje podíl cizích zdrojů na financování celkových aktiv.

Jako doplňkový ukazatel se používá koeficient samofinancování (*Equity Ratio*), definovaný jako podíl *vlastní kapitál / aktiva celkem*. Součet těchto dvou ukazatelů je velmi blízký jedné, protože v cizích zdrojích nejsou zahrnuta ostatní pasiva.

Doporučená hodnota není stanovena. Při optimalizaci výše ukazatele zadluženosti je třeba zohlednit pákový efekt a cílem je nalezení optima - nízký dluh vede k dražšímu financování (vlastní zdroje jsou vždy nejdražší) a naopak vysoký dluh zvyšuje rizikovost podniku z pohledu věřitelů.

II. Debt to Equity Ratio

» $\text{Debt to Equity} = CZ / E = \text{cizí zdroje celkem} / \text{vlastní jmění}$

Častěji se používá převrácená hodnota tohoto ukazatele, která měří míru finanční samostatnosti podniku.

III. Úrokové krytí (*Times Interest Earned = Interest Coverage Ratio*)

» $\text{Úrokové krytí} = EBIT / U = \text{zisk před úroky a zdaněním} / \text{nákladové úroky}$

Jedná se o jeden z hlavních ukazatelů finanční stability, udávající kolikrát je EBIT vyšší než nákladové úroky, tj. zda je výše zadlužení ještě pro podnik únosná.

Převrácený tvar tohoto ukazatele (tj. U/EBIT) můžeme interpretovat jako procento, které věřitelé odebírají z EBIT jako nákladový úrok.

Vzhledem k tomu, že EBIT není „cash“ položka, nahrazuje se někdy čítec zlomku výrazem EBITDA, potom hovoříme o *Cash Coverage*.

Doporučená hodnota je 3x až 6x, za prahovou hodnotou je považován 1x.

3.4.3.4 Ukazatele rentability (Profitability Ratios)

Tyto ukazatele jsou též označovány jako ukazatele výnosnosti nebo ziskovosti. Měří schopnost podniku dosahovat zisku, a to v poměru k velikosti investovaného kapitálu. Jsou to hlavní ukazatele pro měření výkonnosti podniku²⁸. Obvykle se udávají v procentech.

I. Rentabilita tržeb (Return on Sales, Net Profit Margin)

» $Rentabilita\ tržeb = EAT / V = zisk\ po\ zdanění / výnosy\ celkem$

Vypočítává ziskovou marži. V našem případě je k diskuzi, zda do jmenovatele zlomku dosadit tržby nebo výnosy. Vzhledem k tomu, že v čitateli je EAT a hodnocený podnik každoročně přijímá velkou dividendu zahrnutou v EAT, budu používat ukazatel výnosy.

Porovnání s odvětvovým průměrem může signalizovat problémy s prodejními cenami (nízké) nebo s nákladovostí (vysoká).

Jako doplňkový ukazatel je možno použít ukazatel *rentability nákladů* (Return on Costs), definovaný jako $náklady / tržby$, resp. $1 - rentabilita\ tržeb$.

Doporučená hodnota není stanovena, požadovaným trendem je zvyšování hodnoty ukazatele.

II. Produkční síla (Basic Earning Power Ratio)

» $Produkční\ síla = EBIT / A = zisk\ před\ úroky\ a\ zdaněním / aktiva\ celkem$

Důležitý ukazatel udávající základní výdělkovou schopnost podniku. Výše EBIT není ovlivněna mírou zdanění ani strukturou financování (= úroky).

Cílem je zvyšování hodnoty produkční síly.

III. Rentabilita celkových aktiv (Return on Total Assets = ROA)

» $ROA = EAT / A = zisk\ po\ zdanění / aktiva\ celkem$

²⁸ V [7] se na straně 96 doslova uvádí „The most fundamental measure of a business's success is profit. Without profit there are no dividends, and without dividends or the expectation of them, no one will invest in stock“. Přeloženo – Nejzákladnějším měřítkem úspěšného podnikání je zisk. Bez zisku nejsou žádné dividendy a ani možnost jejich budoucího vyplacení a proto nebude nikdo do takových akcií investovat.

Stanovuje celkovou rentabilitu aktiv a používá se pro srovnání souhrnné efektivnosti podniků. Doporučená hodnota není stanovena. Cílem je maximalizace hodnoty ROA.

IV. Rentabilita celkového investovaného kapitálu (Return on Capital Employed – ROCE)

$$\begin{aligned} \text{» } ROCE &= EAT / (DD + E) = \\ &= \text{zisk po zdanění} / (\text{dlouhodobý cizí úplatný kapitál} + \text{vlastní kapitál}) \end{aligned}$$

Do kategorie dlouhodobého cizího úplatného kapitálu řadíme dlouhodobé úplatné zdroje (viz kapitola 3.3.1), tj. obligace a dlouhodobé bankovní úvěry. Jedná se tedy o dlouhodobý vložený kapitál. Narozdíl od ukazatele ROA jsou vyloučeny především krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry. ROCE vyjadřuje míru rentability k tomuto dlouhodobému kapitálu.

Doporučená hodnota není stanovena. Požadovaným trendem je zvyšování hodnoty ukazatele ROCE.

V. Rentabilita čistých aktiv (Return on Net Total Assets = RONA)

$$\text{» } RONA = NOPAT / A_x = \text{čistý provozní zisk} / \text{čistá aktiva}$$

Čistá aktiva jsou dána součtem stálých aktiv v zůstatkové ceně a čistého pracovního kapitálu (NWC). Postup výpočtu ukazatele NOPAT je uveden v kapitole 3.4.1.1.

Doporučená hodnota není stanovena. Požadovaným trendem je zvyšování hodnoty ukazatele RONA.

VI. Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity = ROE)

$$\text{» } ROE = EAT / E = \text{zisk po zdanění} / \text{vlastní kapitál}$$

Hlavní ukazatel pro měření rentability z hlediska vlastníků, protože udává schopnost podniku zhodnotit vlastní kapitál, resp. stanovit kolik korun zisku po zdanění dokáže podnik vyprodukovat z koruny vlastního kapitálu.

Doporučená hodnota není stanovena. Dosažená hodnota se srovnává s alternativním nákladem vlastního kapitálu r_e .

Cílem je maximalizace hodnoty ROE a dosažení vyšší hodnoty než je alternativní náklad vlastního kapitálu r_e ($ROE \geq r_e$). Za minimální pro vlastníky přijatelnou hodnotu ukazatele ROE se považuje alternativní bezrizikový výnos r_f , ($ROE \geq r_f$).

VII. Rentabilita kapitálu investorů (Return on Invested Capital = ROIC)

$$\begin{aligned} \text{» } ROIC &= EBIT * (1 - t) / (E + DD) = NOPAT / (E + DD) = \\ &= EBIT * (1 - \text{daňová sazba}) / (\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobý cizí úplatný kapitál}) \end{aligned}$$

Měří výkonnost veškerého investovaného dlouhodobého kapitálu, a to bez ohledu na finanční strukturu. Zisk není snížen o platbu úroků – tj. v čitateli je zisk, který by podnik vyprodukoval v případě, že by byl financován zcela vlastními zdroji.

Růst výkonnosti a hodnoty je zajištěn pouze v případě, když je tento ukazatel vyšší než vážené průměrné náklady kapitálu (viz [6], str. 65), tj. $ROIC > WACC$.

Cílem je maximalizace ukazatele ROIC.

3.4.3.5 Ukazatele tržní hodnoty (Market Value Ratios)

Tyto ukazatele používají k výpočtu tržní hodnoty. *Jejich vyjímčnost spočívá v tom, že kombinují účetní údaje (minulost a současnost) s očekáváním investorů (budoucnost) [11], str.34.* Jsou důležité, protože ukazují jak hodnotí finanční trhy výkonnost podniku. K jejich výpočtu je však nutné použít údaje z kapitálových trhů (nestačí pouze údaje z účetních výkazů). To může činit problémy, protože pro mnoho podniků v České republice nejsou tyto údaje dostupné.

Tržní hodnotu udává tržní cena akcie. Vynásobíme-li tržní cenu akcie počtem akcií, dostáváme hodnotu nazývanou tržní kapitalizace (Market Capitalization).

I. Účetní hodnota akcie (Book Value = BV)

» $Účetní\ hodnota\ akcie = E / p = vlastní\ kapitál / počet\ emitovaných\ akcií$

Ukazatel určuje minulou výkonnost podniku a odráží velikost reinvestovaného zisku. Porovnáním účetní a nominální hodnoty akcie můžeme určit, kolik zisku bylo zadrženo (= reinvestováno) v podniku a který je možné vyplatit formou dividendy.

II. Poměr ceny akcie k zisku na akcii (Price /Earnings Ratio = P/E)

» $P/E = cena\ akcie / čistý\ zisk\ na\ akcii$

Jedná se o velmi důležitý ukazatel kapitálového trhu, protože ukazuje kolik jsou investoři ochotni zaplatit za 1 Kč zisku připadajícího na jednu akcii. Udává i dobu (nediskontované) návratnosti, tj. dobu, za kterou se navrátí investice do nákupu akcie. Doporučená hodnota je 6 – 20 (údaj pro USA). Nižší hodnota svědčí o vyšší rizikovosti nebo o slabších možnostech rozvoje podniku. Cílem je zvyšování hodnoty ukazatele P/E. Převrácená hodnota tohoto ukazatele (E/P) udává **výnosnost akcie**.

III. Čistý zisk na akcii (Earnings per Share = EPS)

» $EPS = EAT / p = zisk\ po\ zdanění / počet\ emitovaných\ akcií$

Cílem je maximalizace ukazatele EPS.

IV. Výplatní poměr (Payout Ratio)

» $Výplatní\ poměr = DIV / EPS = dividendy\ na\ akcii / zisk\ na\ akcii$

Udává část zisku, která se vyplácí vlastníkůům ve formě dividendy. Pomocí tohoto ukazatele je možno stanovit i aktivační poměr $(1 - D/EPS)$, který stanovuje část reinvestovaného zisku.

3.4.4 Pyramidové soustavy ukazatelů

Pyramidové soustavy jsou založeny na postupném hierarchickém rozkladu vybraného vrcholového syntetického ukazatele do jednotlivých vrstev dílčích ukazatelů, a to na základě aditivních nebo multiplikačních matematických vazeb mezi dílčími a syntetickým ukazatelem. Jednotlivé ukazatele však musí být provázány na základě příčinnosti ([14], str.411). Tento způsob rozkladu je tradičním a často používaným přístupem k měření výkonnosti ([16], str.225).

Cílem [13] tohoto rozkladu je **i)** popsat vzájemné závislosti ukazatelů a **ii)** analyzovat vnitřní vazby jednotlivých ukazatelů v rámci pyramidy (tj. jak změna jednoho ukazatele projeví v celé pyramidě).

Nejnámější metodou pyramidového rozkladu je *metoda Du Pont*, kterou vytvořila společnost Du Pont de Nomeurs za účelem stanovení hlavních dílčích ukazatelů, ovlivňujících hodnotu základního ukazatele rentability vlastního kapitálu (ROE). Metoda stanovila tři ukazatele, které nejvýrazněji ovlivňují hodnotu ROE, a to rentabilitu tržeb (viz kapitola 3.4.3.4/I), obrat celkových aktiv (viz kapitola 3.4.3.2/V) a finanční páku²⁹. V níže uvedené tabulce jsou tyto ukazatele vyznačeny tučným písmem.

Dnes má tento rozklad řadu variant lišících se počtem použitých dílčích ukazatelů a „výškou“ pyramidy. Po prostudování odborné literatury mohu sestavit následující základní strukturu pyramidového rozkladu :

²⁹ V originále $ROE = \text{Return on Sales} \times \text{Total Assets Turnover} \times \text{Equity Multiplier} = EAT/T \times T/A \times A/E$. Převzato z [7], str.102

Tabulka č. 2: Schema rozkladu Du Pont,

Rentabilita vlastního jmění ROE					
EAT / E					
Rentabilita celkových aktiv ROA EAT / A					*
Rentabilita tržeb			Obrat celk. aktiv		
EAT / T			T / A		
Daňová redukce EAT/EBT	*	Úroková redukce EBT/EBIT	*	Ziskové rozpětí EBIT/T	Obrat zásob T/ZAS
					* Podíl zásob ZAS/A

Zdroj: [14]

Výše uvedenou strukturu pyramidálního rozkladu je vhodné upravit nebo rozšířit tak, aby co nejlépe odpovídala potřebám analýzy konkrétního podniku.

Finanční páka – je to převrácená hodnota Equity Ratio. Finanční páka nemá na hodnotu podniku jako celek vliv ([10], str. 132). Ovlivňuje však hodnotu podniku pro majitele, protože se změnou podílu cizího kapitálu se mění podíl vlastníka na vytvořeném EBIT.

Při dobrém využití finanční páky musí platit vztah $ROE > ROA$. Uvedený vztah je zajištěn:

- a) Pozitivním *leverage efektem*, který vzniká jsou-li úroky z cizího kapitálu menší než hodnota ukazatele ROA ([13], str. 54),
- b) Hodnotou *indexu finanční páky* větší než 1 - v tomto případě se vyplatí používat cizí kapitál ([14], str.361). Index finanční páky je definován jako $ROE / ROIC$.

Součin úrokové redukce a finanční páky se nazývá účinek finanční páky, resp. multiplikátor jmění vlastníků ([11], str. 29). Pozitivní vliv na rentabilitu ROE je zajištěn v případě, že platí vztah $EBT / EBIT * A / E > 1$.

3.4.5 Účelově vybrané ukazatele

Jedním z problémů poměrových ukazatelů je jejich velký počet a občasné rozporné závěry při jejich hodnocení. Proto vznikly účelově vybrané ukazatele snažící se přiřadit hodnocenému podniku jediný výsledný syntetický ukazatel (resp. číselnou hodnotu), která dokáže určit bonitu podniku (tj. celkovou finanční situaci, perspektivnost a výkonnost) nebo riziko možného bankrotu. Metody jsou založeny

na srovnání jednotlivých podniků v rámci daného oboru podnikání nebo státu. Tyto metody nenahrazují detailní finanční analýzu podniku, pouze ji doplňují a slouží především k rychlé základní orientaci.

Hlavním problémem těchto metod je skutečnost, že řada z nich nebyla vytvořena v České republice a jejich použití v našich podmínkách může být tedy zavádějící.

Vzhledem k rozsahu práce se nebudu těmito modely podrobně zabývat.

3.4.5.1 Bonitní modely

Jsou založeny na stanovení finančního zdraví. Umožňují porovnat podniky ([10], str. 93) a rozřadit je dle jejich bonity (ranking) na dobré a špatné. Bonitou rozumíme kvalitu podniku, tj. jejich výkonnost a důvěryhodnost. Bonitní modely jsou určeny věřitelům i vlastníkům a k nejznámějším patří:

- soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy – vytvořeno v podmínkách České republiky,
- Kralickův Quicktest – vytvořil jej rakouský ekonom Kralicek. Model je založen na čtyřech ukazatelích – dva z nich hodnotí rentabilitu a dva finanční stabilitu,
- Tamariho model – používá se pro hodnocení skupiny společností, které jsou srovnatelné z hlediska odvětví a velikosti ([8], str. 94).

3.4.5.2 Bankrotní modely

Jsou určeny především věřitelům, hodnotí schopnost podniků dostát svým závazkům (tj. zda není podnik ohrožen bankrotem) a provádějí ratingové hodnocení. Tyto modely jsou založeny na předpokladu, že určitou dobu před úpadkem podniku vznikají výrazné odchylky ve vývoji hodnot některých ukazatelů ([14], str. 374), jedná se zejména o běžnou likviditu, čistý pracovní kapitál a ukazatel ROA ([13], str.72). K nejznámějším bankrotním modelům patří:

- Altmanův index důvěryhodnosti (Z-score model) – vznikl v roce 1968 v USA a je jedním z nejznámějších modelů, založených na principech diskriminační analýzy,
- Tafflerův model – poprvé publikován v roce 1977 a hodnotil podniky ve Velké Británii. Svou konstrukcí je podobný Altmanovu Z – Score, klade však vyšší důraz na likviditu ([8], str. 93),
- Index důvěryhodnosti IN95 – je alternativou k výše uvedeným modelům. Je zpracován pro české prostředí a zahrnuje závěry z analýzy více než tisíce českých podniků.

3.5 Ekonomické metody finanční analýzy

Ekonomické metody jsou ve finanční teorii a v úspěšné manažerské praxi považovány za nevýznamnější nástroje měření výkonnosti podniků a tvorby Shareholder Value ([5], str. 175). Jejich „nadřazenost“ účetním metodám byla statisticky prokázána velmi silnou korelací mezi ukazateli EVA a tržní hodnotou podniku ve srovnání s téměř nulovou korelací ukazatele EPS a tržní hodnoty podniku ([5], str. 177).

Jak uvádím v kapitole 3.1.1 ekonomické metody vycházejí z ekonomického zisku, který na rozdíl od účetního pojetí zisku zahrnuje i alternativní náklady vlastního kapitálu r_e . Ekonomický zisk kalkuluje i s faktorem času a rizikem podnikání. Každá investice je totiž spojena s rizikem, že nebude dosaženo očekávané výnosnosti a proto musí r_e odrážet rizikovost podniku a jeho finančních toků. Cílem je nalezení výnosnosti stejně rizikové (alternativní) investice r_e .

3.5.1 Riziko

V našem případě je riziko dáno nepředvídatelností budoucích výnosů. Rozpětí možných výnosů se obvykle měří směrodatnou odchylkou nebo rozpylem ([1], str. 159).

Rizika můžeme rozdělit například na ([1], str.149):

- a) riziko systematické (tržní) – vyplývá z rizik prolínajících se celou ekonomikou a ohrožujícími všechny podniky. Toto riziko je mimo kontrolu podniku a je závislé na vývoji makroekonomických ukazatelů (úrokové sazby, inflace), sociálních a politických rizik. Systematické riziko lze diverzifikovat pouze částečně, a to investováním do zahraničí.
- b) riziko specifické (jedinečné) - je charakteristické pro daný podnik a odvětví. Vyplývá přímo z činnosti podniku a dělíme jej na provozní a finanční. Specifické riziko je možné diverzifikovat a řídit ([6], str.99).
 - Provozní riziko závisí na velikosti poměru **i)** stálých aktiv na celkových aktivech a **ii)** stálých nákladů na celkových nákladech. Podniky, ve kterých jsou tyto poměry vysoké čelí vyššímu riziku v případě poklesu poptávky a následně prodeje. Míra provozního rizika se stanovuje jako stupeň provozní páky, tj. poměr krycího příspěvku (T-Npr) a zisku před zdaněním ([11], str. 163),

- Finanční riziko závisí na výši zadluženosti podniku a můžeme jej určit například dle vzorce $EBIT / (EBIT - \text{nákladové úroky})$.

3.5.2 Vážený průměr nákladů na kapitál (WACC)

Vážený průměr nákladů na kapitál (Weighted Average Capital Cost - WACC) se používá pro diskontování toků pro všechny poskytovatele kapitálu (FCFF) a jeho hodnota se nemění v závislosti na změně kapitálové struktury ([10], str. 143).

$$WACC = r_d * (1 - t) * D/(D+E) + r_e * E/(D+E) \quad (3-8)$$

r_d náklady cizího úplatného kapitálu, tj. vážený průměr nákladů jednotlivých druhů úplatného cizího kapitálu (úvěry, obligace)³⁰,

$(1 - t)$ daňový štít, tj. snížení daní v případě používání cizího financování (úroky jsou daňově odečitatelná položka),

D krátkodobý a dlouhodobý cizí úplatný kapitál. Nezahrnují se neúročená pasiva a rezervy ([11], str. 165).

3.5.3 Stanovení alternativního nákladu vlastního kapitálu r_e

Vloží-li vlastník své prostředky do podnikání, vzdává se možnosti získat výnos z jiné (= alternativní) porovnatelné investice se stejným rizikem. Tento ušlý výnos je třeba vyčíslit a stanovit náklady ušlé příležitosti (opportunity costs), resp. alternativní náklad vlastního kapitálu, který se používá pro diskontování toků pro vlastníky (FCFE). Náklady na vlastní kapitál r_e jsou vyšší než náklady na cizí kapitál r_d , protože **i)** vlastník nese nejvyšší riziko a **ii)** nelze u nich uplatnit daňový štít. Stanovení výše alternativního nákladu je velmi obtížné a diskutabilní ([13], str.54) a pro jeho výpočet se používají níže uvedené metody.

3.5.3.1 Model oceňování kapitálových aktiv

Model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model = CAPM) je nejznámějším modelem pro stanovení vztahu mezi rizikem a výnosem. Využívá se především na vyspělých kapitálových trzích, protože vyžaduje dostupnost tržních údajů. CAPM je definován vztahem:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (3-9)$$

r_f bezriziková úroková sazba z investic s minimálním rizikem - obvykle se stanovuje dle výnosu státních obligací s nejdélší dobou splatnosti. Dle [6]

³⁰ Odborná literatura doporučuje používat tržní hodnotu vlastního jmění, která je odvozena od tržní hodnoty podniku. To obvykle **i)** komplikuje výpočet, a **ii)** vede ke vzniku tzv. kauzální smyčky, tj. situace, kdy následek určité situace je současně její příčinou ([16], str.186).

lze použít i sazbu PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate). Tato sazba v sobě zahrnuje reálnou výnosnost a míru inflace.

β tržní riziko udávající citlivost investice (akcie) na tržní pohyby. Měří systematické (= tržní) riziko a udává k jaké procentní změně ceny akcie podniku dochází v případě změny na trhu o 1%. Platí, že je-li $\beta > 1$ je riziko dané akcie (podniku) větší než průměrné systematické riziko.

r_m očekávaný výnos celého trhu, měří se celkovým akciovým indexem (tj. průměrnou výnosností celého akciového trhu), např. PX50. V ([12], str. 9) se uvádí, že tento koeficient je možno stanovit i na základě predikce makroekonomických indikátorů, a to jako součet očekávaná inflace + reálný růst ekonomiky + riziková prémie akcií oproti obligacím ³¹.

$r_m - r_f$ prémie za riziko, dle ([11], str.164) zahrnuje prémii za splatnost, likviditu, podnikatelské a finanční riziko.

U ukazatele β je třeba rozlišit nezadluženou β^U (Unleverage, tj. při nulovém zadužení) a zadluženou β^L (Leverage) přičemž platí:

$$\beta^L = \beta^U * [1 + (1 - t) * D / E] \quad (3-10)$$

3.5.3.2 *Arbitrážní model (APT)*

Arbitrážní model (Arbitrage Pricing Theory) je alternativou k modelu CAPM. Na rozdíl od modelu CAPM se však nepoužívá jediný rizikový faktor (β) ale několik makroekonomických faktorů. Autor teorie APT Steven Ross vyšel z předpokladu, že výnos každé akcie závisí částečně na dominantních makroekonomických vlivech (faktorech) a částečně na „šumech“, tj událostech, které jsou charakteristické pro daný podnik ([1], str. 182, [12], str. 141) a definoval lineární funkci:

$$\text{Výnos} = a + b_1(r_{\text{faktor1}}) + b_2(r_{\text{faktor2}}) + b_3(r_{\text{faktor3}}) + \dots + \text{šum} \quad (3-11)$$

Koeficient (a) udává očekávanou návratnost, která není ovlivněna ostatními faktory. Teorie však neuvádí, co jednotlivé faktory (b_n) představují ³². Z výše uvedeného vzorce je možno odvodit prémii za riziko

$$r_m - r_f = b_1(r_{\text{faktor1}} - r_f) + b_2(r_{\text{faktor2}} - r_f) + \dots \quad (3-12)$$

³¹ V originále expected inflation + real growth in the economy + risk premium of stocks over bonds.

³² Dle autora existují čtyři dominantní faktory, a to **i**) úroveň ekonomické aktivity v odvětví, **ii**) míra inflace, **iii**) rozpětí mezi krátkodobými a dlouhodobými úrokovými sazbami a **iv**) rozpětí mezi výnosy oblikačí podniků s nízkým a vysokým rizikem.

3.5.3.3 Dividendový model

Vychází z předpokladu ([2], str.111), že tržní cena akcie se rovná současné hodnotě PV dividend vyplacených v budoucích letech. Za předpokladu, že **i)** vlastníme akcii po nekonečně dlouhé období a **ii)** vyplacená dividenda v jednotlivých letech je konstantní, můžeme použít vzorec pro perpetuitu a dostáváme

$$r_e = \text{DIV} / \text{tržní cena akcie}$$

uvedený vzorec je vlastně modifikace vzorce 1-7.

V případě konstantního růstu hodnoty vyplacené dividendy pak

$$r_e = (\text{DIV} / \text{tržní cena akcie}) + g .$$

3.5.3.4 Stavebnicový model

Stavebnicový model je typický především pro Evropu a zejména pak pro státy s nedokonalým kapitálovým trhem nebo ve kterých buď tržní ekonomika nefunguje nebo je funkční pouze pro krátké časové období. Nelze tedy použít CAPM nebo arbitrážní model. Náklady vlastního kapitálu se stanovují jako součet bezrizikové sazby a a rizikových prémie, které však nejsou odvozeny z tržních údajů, ale z účetních dat.

MPO používá stavebnicový model, kde náklady celkového kapitálu nezadluženého podniku jsou stanoveny jako:

$$\text{WACC}^U = r_f + \text{RP} = r_f + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finstab}} + r_{\text{LA}}$$

kde

RP je celková riziková premie stanovená jako součet,

r_{podnik} riziková přírážka za obchodní (podnikatelské) riziko – zohledňuje vliv provozní páky³³ a stabilitu produkční síly (EBIT/A),

r_{finstab} riziková přírážka za likviditu – zohledňuje riziko nesplácení splatných závazků,

r_{LA} riziková přírážka za sníženou likvidnost na trhu, tj. za omezenou možnost prodeje akcií.

3.5.4 EVA

Metodu EVA (Economic Value Added) vyvinula společnost Stern Steward & Co, která ve své inzertní kampani doslova uváděla „*Forget EPS, ROE and ROA. EVA is what drives stock prices*“³⁴ (převzato z [11], str. 52). Metoda EVA představuje

³³ Provozní páka je dána poměrem stálých nákladů k celkovým nákladům.

³⁴ Přeloženo: „Zapomeňte na ukazatele EPS, ROE a ROI, EVA je to, co vytváří cenu akcií“

nejkomplexnější pohled na výkonnost podniku a je tedy velmi silným nástrojem pro měření výkonnosti. Velkou výhodou této metody je to, že sladuje zájmy manažerů a vlastníků. Dalšími výhodami je propojení strategického a operativního rozhodování a možnost využití tohoto ukazatele na všech úrovních řízení ([11], str. 54).

EVA je měřítko krátkodobé výkonnosti podniku, protože udává roční ekonomický zisk. Čistá současná hodnota ukazatele EVA je potom měřítkem dlouhodobé výkonnosti podniku a při očekávané konstantní roční hodnotě EVA ji můžeme stanovit dle vzorce pro perpetuitu, a to jako EVA / r_e .

Kriteriální funkce $EVA > 0$, popřípadě $ROE > r_e$.

Nulová hodnota EVA přináší přesně takový výnos, který očekávají a požadují vlastníci od alternativní investice, kladná EVA je tedy dodatečný příspěvek vlastníků ([7], str. 103).

3.5.4.1 Výpočet EVA

a) z pohledu všech poskytovatelů úplatného kapitálu

$$EVA_{Entity} = EBIT * (1 - t) - WACC * DD = NOPAT - WACC * NOA \quad (3-13)$$

NOA čistá aktiva vázaná v hlavní výdělečné činnosti (Net Operating Assets)

b) z pohledu vlastníků (zúžené pojetí)

$$EVA_{Equity} = (ROE - r_e) * E = ROE * E - r_e * E = EAT - r_e * E \quad (3-14)$$

Pro srovnání výkonnosti podniků se často používá relativní hodnotové rozpětí (Spread), protože není ovlivněn velikostí vlastního kapitálu ³⁵.

$$Spread = EVA_{Equity} / E = ROE - r_e \quad (3-15)$$

3.5.4.2 Úprava vstupních účetních dat pro výpočet EVA

Z důvodu dosažení co nejlepšího výsledku je nutné provést úpravy účetních dat (tj. zisku a položek bilance), kterými se odstraní jejich zkreslení. Autoři metody EVA doporučují provedení až 164 úprav ³⁶, přičemž některé úpravy jsou předmětem obchodního tajemství. Joel M. Stern ze společnosti Stern Stewar & Co doporučuje provedení 5 – 6 úprav [11], v praxi se obvykle provádí 5 až 10 úprav [14].

Rozsah prováděných úprav [11]:

³⁵ Nejedná o absolutní částku, ale o hodnotu relativní a vztahenou k vlastnímu jmění.

³⁶ Jedná se o úpravy výkazů, které byly sestaveny v souladu s americkými Všeobecně uznávanými účetními zásadami, tj. US GAAP ([16], str. 182) – metodu EVA je však možno použít při vykazování podle jiných pravidel a účetních standardů.

Stanovení NOA

- a) Do aktiv je třeba zahrnutou majetkové položky, které nejsou v bilanci uváděny a které se podílejí na tvorbě zisku. Jedná se o
- aktivace některých nákladů, u kterých předpokládáme dlouhodobé účinky (náklady na vzdělávání, reklamu, výzkum a vývoj),
 - zahrnutí goodwillu, který vyjadřuje hodnotu dobrého jména podniku, kvalifikované pracovní síly a managementu, postavení na trhu, kvalitu výrobního programu ap,³⁷
 - provedení výše uvedených změn nehmotných aktiv se musí projevit v nárůstu vlastního kapitálu, a to konkrétně položky kapitálové fondy ([16], str. 184),
 - zahrnutí pronajatého majetku formou leasingu do rozvahy – změna (zvýšení) aktiv se musí projevit i v pasivech, v tomto případě v závazcích vůči dodavateli ([16], str. 184),
- b) vyloučení majetkových položek uvedených v rozvaze, které se nepodílí na dosažení zisku,
- vyloučit portfoliové finanční investice (cenné papíry, podíly ve společnostech) u podniků, jejichž hlavním předmětem podnikání není investování a kde jsou tyto investice výsledkem přebytku likvidity. Tyto investice ale nevylučujeme v případě, že jsou realizovány do podniku, jehož předmět podnikání je propojen s činností podniku,
 - nedokončené investice, protože se zatím nepodílí na tvorbě zisku,
 - nevyužitelný nebo nepotřebný majetek, tj. pozemky, budovy, stroje a zařízení.
- c) Přecenění dlouhodobého hmotného a oběžného majetku
Cílem je odstranit důsledky historických cen. Pozornost je nutné věnovat i správnému ocenění pohledávek. Přecenění na reprodukční nebo tržní ceny je však složitou a časově náročnou úpravou.
- d) Snížení aktiv o pasiva, která nenesou náklad (nejou úročena), tj. zejména o závazky a časová rozlišení.

³⁷ V českém účetním standardu se o goodwillu účtuje pouze tehdy, dojde-li k jeho uznáním trhem, tj. při koupi, vkladu podniku, přeměny společnosti atd.

Výkaz zisků a ztrát

- e) provést úpravy zisku, zajišťující soulad s výše uvedenými úpravami v rozvaze, resp. NOA. Např. vyloučení leasingových splátek, nákladů na vzdělávání a reklamu, výnosů z portfoliových investic ap.
- f) Započítat odpisy z majetku, který vznikl převodem nákladů (aktivací) do rozvahy
- g) Vyloučit mimořádné položky jako odstupné, prodeje majetku a jednorázové odepsání majetku.
- h) Upravit daň z příjmu tak, aby odpovídala změnám provedeným ve VZZ.

3.5.4.3 Výhody a nevýhody metody EVA

Při specifikaci výhod a nevýhod metody EVA vycházím zejména z [16], str.186 a [11], str. 84.

Výhody

- + velmi blízké výpočtu čisté současné hodnoty (NPV),
- + použitím vlastních nákladů kapitálu r_c je zahrnuto riziko a srovnání skutečnosti s požadovanou (referenční) hodnotou,
- + zahrnuje do hodnocení všechny druhy rozhodnutí vedení podniku, tj. vliv provozování i financování (ovlivňuje výši nákladů na kapitál),
- + propojuje strategické a operativní řízení, lze ji využít na úrovni podniku, divize, střediska nebo produktové řady.
- + efektivně využitelné pro řízení a motivaci,
- + společně s Balanced Scorecard umožňuje propojení hodnotového managementu do systému nefinančních ukazatelů, které lze jinak v hodnotově orientovaných systémech uplatnit jen obtížně ([8], str.42),
- + ve srovnání s ostatními hodnotovými měřítky je jednodušší,
- + relativně snadno pochopitelné.

Nevýhody

- vychází z účetních údajů a je nutné provést velké množství úprav, které jsou často subjektivní,
- složitý výpočet nákladů na kapitál,
- není provedena úprava o inflaci.

3.5.5 Shareholder Value Added (SVA)

Metoda SVA (přidaná hodnota pro akcionáře) je součástí systému řízení hodnoty pro akcionáře, tzv. Value Based Managementu a v ([11], str. 91) je definována jako

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (3-16)$$

kde SV je hodnota podniku pro vlastníky v čase, tj. na počátku měřené období t-1 a na jeho konci t. Pro prognózované období H (obvykle 5 – 15 let³⁸) můžete určit SV jako:

- současnou hodnotu peněžních toků za období H

plus

- zbytková (reziduální) hodnota k roku H

plus

- tržní hodnota neprovozních aktiv

mínus

- tržní hodnota cizích zdrojů

V případě, že stanovujeme hodnotu SVA pro jedno období (= rok) můžeme použít zjednodušený vztah ([11], str.92)

$$SVA = \Delta \text{NOPAT} / \text{WACC} - I_{\xi} \quad (3-17)$$

Kde I_{ξ} je čistá investice

Kriteriální funkce $SVA >$ tržní cena akcie

Referenční hodnotou pro srovnání je tržní cena akcií, tj. metoda porovnává ocenění zpracované posuzovatelem a tržní hodnotu. Hodnotí výkonnost výhradně z pohledu investora, tj. z pohledu equity.

3.5.5.1 Výhody a nevýhody metody SVA

Při specifikaci výhod a nevýhod metody SVA vycházím z [16], str.205.

Výhody

- + vychází z predikce budoucích toků a je tedy blízká NPV,
- + zahrnuje srovnání skutečnosti s požadovanou (referenční) hodnotou,
- + zahrnuje hodnoty růstových příležitostí.

Nevýhody

- vychází ze subjektivního pohledu zpracovatele výpočtu hodnoty SVA
- je to výsledek a nikoliv strategie³⁹ (dle mého názoru to však nevylučuje použití této metody jako kritéria pro tvorbu hodnoty)

³⁸ Převzato z [16], str.204.

³⁹ podnikatelský guru Jack Welsh doslova řekl „.... Shareholder Value je jedna z nejhlupejších myšlenek na světě. Shareholder je výsledkem, a ne strategií. „ – převzato z [16], str. 205.

3.5.6 Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Tento ukazatel byl navržen společností HOLT Value Associates a jeho výhodou je, že **i**) pracuje výhradně s hodnotami očištěnými o inflaci a **ii**) je založen na Cash Flow a proto eliminuje vliv účetní postupů silněji než metoda EVA ([11], str. 93).

Jedná se o odhad reálné míry výnosnosti všech aktiv podniku, tj. o výpočet IRR za předpokladu, že **i**) vybavení aktivity se po dobu ekonomické životnosti nemění a **ii**) generované cash flow je po dobu životnosti konstantní.

$$I = \sum_{i=1}^n \frac{BCF_1}{(1+CFROI)^i} + \frac{NA}{(1+CFROI)^n} \quad (3-18)$$

kde:

I brutto investice upravená o inflaci, která je součtem odepisovaných a neodepisovaných aktiv. Je nutné provést obdobné úpravy aktiv jako u metody EVA. Odepisovaná aktiva musí být upravena o inflaci, tj. přepočtena na hodnotu k datu výpočtu, a to pomocí cenových indexů nebo deflátoru hrubého domácího produktu.

BCF brutto cash flow pro všechny investory upravené o inflaci. Cash flow se stanoví nepřímou metodou – zisk ze kterého se u této metody vychází musí být upraven obdobně jako u metody EVA. Inflace se zohlední jako ztráta z čistých monetárních aktiv, tj. jako součin jejich hodnoty a roční inflace.

NA hodnota neodepisovaných aktiv, tj. pozemků, dlouhodobého finančního majetku, zásob a čistých monetárních aktiv (= pohledávky + krátkodobý finanční majetek + časová rozlišení snižené - neúročené cizí zdroje) na konci doby ekonomické životnosti.

n doba ekonomické životnosti – určí se jako podíl odepisovaných aktiv brutto a ročních odpisů. V ([8], str.47) se doporučuje vypočítat jako vážený aritmetický průměr ekonomické doby životnosti odepisovaných aktiv, kde váhami jsou pořizovací ceny.

t jednotlivé roky doby ekonomické životnosti

Ukazatel CFROI se obvykle počítá na roční bázi.

Kriteriální funkce $CFROI_{\text{spread}} > 0$

je dána porovnáním ukazatele s náklady na kapitál upravenými o inflaci, tj.

$$CFROI_{\text{spread}} = CFROI - WACC_{\text{real}} \quad (3-19)$$

3.5.6.1 Výhody a nevýhody metody CFROI

Výhody⁴⁰

- + umožňuje porovnání výkonnosti podniků s různou skladbou aktiv, působících v různých odvětvích a státech,
- + nejpřesněji odstraňuje vlivy akruárního účetnictví,
- + zahrnuje srovnání skutečnosti s požadovanou (referenční) hodnotou $WACC_{\text{real}}$,
- + zahrnuje inflaci.

Nevýhody

- náročné na provedení úprav nutných pro výpočet (zejména u brutto investic) – nejsložitější výpočet v porovnání s EVA a SVA,
- obtížně srozumitelný – především pro nefinanční manažery,
- příliš „silné“ předpoklady, které se v praxi obtížně realizují,
- v ČR se příliš nepoužívá.

3.6 Tržní metody finanční analýzy

Omezením tržních metod finanční analýzy je skutečnost, že je můžeme použít pouze pro podniky jejichž akcie jsou obchodované na burze. Navíc někteří autoři (např. Marinič [8], str.35) zpochybňují použití tržních ukazatelů jako nástrojů pro měření výkonnosti a argumentují tím, že trh není vždy „racionální“ a odráží i přání nebo očekávání investorů.

3.6.1 Market Value Added (MVA)

Toto měřítko navrhla společnost Stern Steward & Co, tj. společnost, která navrhla i měřítko EVA. V souladu s ([16], str.202) můžeme tuto hodnotu stanovit:

a) ex post

$$\gg MVA = \text{tržní hodnota akcií} - \text{vlastní kapitál} = p \times C - E = P - BV$$

MVA udává, jakou hodnotu po odečtení vyplacených dividend vytvořili manažeri pro vlastníky od počátku existence podniku⁴¹. Cílem je dosažení pozitivního přírůstku a maximalizace hodnoty MVA. V případě, že ukazatel MVA nabývá záporné hodnoty nazývá se MVL-lost.

⁴⁰ Při specifikaci výhod a nevýhod metody CFROI vycházím z [11], str.99 a [16], str.204.

⁴¹ ([7], str. 102) It is cumulative amount management has made for stockholders over and above dividends since the insepction of the firm.

b) ex ante

jako současnou hodnotu PV odhadů budoucích hodnot EVA. V tomto případě se však nejedná o tržní měřítko, protože nevycházíme z tržních údajů, ale z odhadu budoucích hodnot EVA.

3.6.2 Tržní výnos akciového kapitálu (TSR)

Tržní výnos (TSR - Total Shareholder Return) vyjadřuje k jaké změně v majetku vlastníků (akcionářů) došlo za určité období. Porovnává počáteční investici vlastníka na pořízení akcie na jedné straně s tokem dividend vyplacených na akcii ve sledovaném období a tržní cenou akcie na konci sledovaného období na straně druhé. Výsledkem je procentuální vyjádření, tj. obdoba vnitřního výnosového procenta ⁴².

Kriteriální funkce $TSR > r_e$

Výslednou hodnotu TSR porovnáme s alternativním nákladem vlastního kapitálu a je-li větší vytváří podnik pro vlastníka hodnotu.

⁴² Vnitřní výnosové procento (IRR – Internal Rate of Return) je rovno diskontní sazbě, při jejíž použití se NPV rovná nule.

4 Fundamentální analýza

4.1 Benchmarking

Benchmarking⁴³ je učení se od nejlepších [5] a můžeme jej definovat [15] jako „metodu stanovování cílů s použitím externích informací“. Umožňuje tedy porovnat hodnocený podnik s ostatními společnostmi a identifikovat oblasti pro zlepšení (např. nastavení procesů, nákladovost, standard služeb) nebo dokonce poukázat na případnou konkurenční nevýhodu. Klíčovým faktorem úspěšnosti je volba vhodných srovnávacích ukazatelů. Problémem bývá získání dat konkurenčních podniků a spolehlivost těchto dat. Je však třeba mít na paměti ([10], str.17), že benchmarking nám sice umožňuje implementovat *Best Practises* konkurence, ale nemůže nám však sám o sobě přinést významnou konkurenční výhodu, tj. vlastní vyjímečnost v oboru.

V praxi existuje několik typů benchmarkingu, a to následující typy.

- Interní – porovnává jednotlivé interní jednotky, tj. divize, nákladová střediska ap.
- Funkční (procedurální) – porovnává jednotlivé funkce a procesy. Výhodou této metody je, že je možno porovnávat podniky bez ohledu na odvětví, ve kterém působí. Tato metoda vykazuje největší efektivnost ([11], str. 208).
- Konkurenční – zaměřuje se na porovnání s konkurencí.
- Strategický – je zaměřen na konkurenci a zaměřuje se především na strategické procesy, cíle a organizační změny.

Benchmarking je nutno vnímat jako proces, který se (viz [15]) skládá z následujících kroků:

- a) stanovení cílů a oblastí pro srovnání,
- b) stanovení KPI's (viz kapitola 1.3),
- c) zvolení organizace pro srovnání,
- d) změření vlastní výkonnosti a výkonnosti ostatních,
- e) porovnání výsledků,
- f) navržení a implementace zlepšovacího programu,
- g) sledování (kontrola) zlepšování.

⁴³ Japonský název této metody je *dantotsu* a znamená úsilí o dosažení „nejlepšího z nejlepších“ (best of the best). Převzato z [5], str. 55.

V základní definici výkonnosti uvedené v kapitole 1.1 se poukazuje na srovnání s referenčním způsobem výkonu. Právě k tomuto srovnání využíváme metodu benchmarkingu. Benchmarking je i základem metody EFQM.

4.2 Metoda Balanced Scorecard

V roce 1990 došel Institut Nolana Nortona k závěru, že stávající způsoby měření výkonnosti založené pouze na finanční analýze účetních výkazů jsou již nedostatečné. Institut proto sponzoroval výzkumný projekt s názvem „Měření výkonnosti podniku budoucnosti“. Vedoucím projektu byl David Norton a konzultantem Robert Kaplan. Výsledky studie byly publikovány počátkem roku 1992 v Harvard Business Review pod názvem „Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance.“

4.2.1 Základní pojmy

Hybné síly / faktory (*leads, leading indicators*) – odrážejí jedinečnost strategie podniku a jedná se o faktory (často subjektivní) nebo činnosti, jejichž naplnění je nutnou podmínkou pro dosažení definovaných cílů v jednotlivých perspektivách. Hybné síly určují co musí podnik a každý pracovník udělat pro dosažení požadovaných výsledků. Jedná se o předstižný indikátor.⁴⁴

Indikátor zpožděný (*lags, lagging indicators*) – obvykle se jedná o mix výstupů, který nás informuje o dosažených výsledcích a o míře splnění jednotlivých kroků strategie. Nevýhodou je zjištění těchto indikátorů až po realizaci jednotlivých kroků a nemožnost ovlivnění vývoje v průběhu realizace.

Indikátor předstižný – viz hybné síly.

Měřítko vnější – jsou zaměřena vně podniku, tj. na akcionáře a zákazníky.

Měřítko vnitřní – jsou zaměřena dovnitř podniku a týkají se kritických podnikových procesů, inovací, učení se a růstu.

Měřítko výstupní – obvykle se jedná o zpožděné indikátory, které měří míru naplnění cílů strategie. Udávají výsledky minulých činností vyjádřené většinou ve formě plánu.

Strategic Business Unit (SBU) – v případě výrokově diverzifikovaných podniků nebo rozsáhlých skupin podniků se zavádí pojem SBU. Jedná se o organizační

⁴⁴ Marinič ([8], str. 126) uvádí, že nejméně hybných ukazatelů je ve finanční perspektivě a naopak nejvíce v perspektivě vnitřních procesů.

jednotky nebo oddělení schopné vytvářet synergický efekt. V tomto případě je vhodnější definovat BSC pro jednotlivé SBU.

4.2.2 Princip metody BSC

Autoři metody si uvědomili, že v období informačního věku bude úspěch podnikání stále více záviset na optimálním využití „intelektuálních aktiv“, ke kterým řadili zejména vztahy se zákazníky, inovace, kvalitu zaměstnanců a implementaci kvalitních informačních systémů. Došli k závěru, že finanční měřítka minulé výkonnosti musí doplnit o nová měřítka hybných sil budoucí výkonnosti a vytvořili systém vyvážených (=balanced) ukazatelů výkonnosti podniku. Přičemž vyváženost spatřují ve vyvážení **i)** krátkodobých a dlouhodobých cílů, **ii)** finančních a nefinančních měřítek, **iii)** zpožděných a předstižných indikátorů a **iv)** vnitřních a vnějších ukazatelů.

Vytvoření BSC není záležitostí jednotlivce, ale výsledkem týmové práce na všech úrovních řízení. Přičemž jedním z kritických faktorů úspěšnosti této metody je komunikace se všemi pracovníky, kteří musí metodu pochopit a přijmout ji za svou.

Metoda BSC:

- a) je komplexní nástroj pro řízení podniku na strategické, taktické a operativní úrovni,
- b) vyžaduje jasnou definici strategických cílů a vytváří rámec pro integraci uceleného souboru měřítek odvozených ze strategie. Podle autorů „*Správně sestavený BSC „vypráví“ příběh o strategii ...*“,
- c) stejně jako strategie je BSC založena na vztahu příčina → důsledek a je tedy vyjádřena posloupností výroků jestliže → potom. Každé zvolené měřítko musí být prvkem řetězu příčinných souvislostí této strategie,
- d) cíle a měřítka vycházejí z vize a strategie a sledují výkonnost podniku ze čtyř perspektiv – finanční, zákaznické, interních procesů a učení se a růstu. BSC tak naplňuje přístup Stakeholder Value, protože slaďuje zájmy jednotlivých Stakeholders za účelem dosažení cíle maximalizace hodnoty podniku ([11], str. 200),
- e) nezáleží na počtu použitých měřítek, protože všechna měřítka jsou propojena v řetězci příčinných souvislostí. Je nutno rozlišovat mezi diagnostickými

(monitorují podnik a signalizují možný výskyt problémů) a strategickými měřítky,

- f) musí zachovat silnou orientaci na finanční měřítka (ROCE, EVA) a příčinné cesty všech měřítek musí být provázány s finančními cíli. Jedině finanční ukazatele totiž ukazují, zda podnik vytváří hodnotu,
- g) zachovává důraz na krátkodobé finanční výsledky. Měří však také hodnotu dlouhodobých nehmamatelných aktiv nezbytných pro dosažení požadované výkonnosti a zajištění konkurenceschopnosti podniku,
- h) je velmi účinným nástrojem k podpoře změn v podniku, tj. k dosažení shody na vytvořené strategii, efektivní komunikace této strategie dovnitř podniku a její úspěšné implementace,
- i) kaskádování BSC umožňuje převést podnikovou strategii do cílů oddělení, týmů a jednotlivců⁴⁵ a sladit tak týmové a individuální cíle s cíli podniku a jeho vlastníků, a to například propojením se systémem odměňování,
- j) umožňuje sladit strategii s alokací zdrojů k jednotlivým strategickým prioritám,
- k) poskytuje zpětnou vazbu na úrovni strategie a nejenom krátkodobé provozní výkonnosti,
- l) je to manažerský systém a nikoliv pouze měřicí systém. Měřicí systémy jsou pouze prostředkem pro dosažení cílů,
- m) dle autorů trvá vytvoření první verze projektu BSC asi 16 týdnů.

4.2.3 Perspektivy BSC

4.2.3.1 Finanční perspektiva

Finanční měřítka jsou ohniskem do kterého směřují cíle a měřítka ostatních perspektiv. Proto je BSC zachovává a považuje je za nenahraditelná především při definování dlouhodobé finanční výkonnosti podniku a při hodnocení výsledků akcí realizovaných v jednotlivých perspektivách.

Možná měřítka – EVA, ROCE, ROI, zisková marže, růst obratu, návratnost aktiv, snižování nákladů.

4.2.3.2 Zákaznická perspektiva

V této perspektivě se určují zákaznické a tržní segmenty a definuje se pro ně strategie. Cílem je zjistit co zákazníci preferují a požadují a jakými kanály chceme prodej realizovat (přímý prodej nebo prodej přes prostředníka). Dle ([8],

⁴⁵ Je možné vytvořit až tzv. osobní scorecard pro jednotlivé pracovníky.

str.122) je cílem této perspektivy nalezení nejlepšího kompromisu mezi požadavky zákazníků a technicko – ekonomickými možnostmi podniku.

Možná měřítká – podíl na cílových trzích, podíl zákazníka na obratu podniku, ziskovost zákazníků, spojenost zákazníků, udržení a loajalita zákazníků, získání nových zákazníků, doba dodávky, kvalita a cena výrobku, počet stížností nebo reklamací.

4.2.3.3 Perspektiva interních procesů

Cílem je nalézt a zlepšit kritické interní inovační (výzkum a vývoj), výrobní (získání objednávků až dodávka) a poprodejní (školení zákazníků, rychlý servis) procesy nutné pro dosažení cílů stanovených ve finanční a zákaznické perspektivě. Právě tato perspektiva výrazně odlišuje BSC od tradičních systémů měření výkonnosti podniků a často vede k vytvoření procesních organizačních schémat namísto stávajících liniových (např. útvary nákupu, výroby, prodeje, financí, ...).

Možná měřítká – kvalita corporate governance, doba vyřízení objednávky, jakost, procento vadných výrobků, procento prodejů nových výrobků, efektivnost jednotlivých způsobů prodeje, výcvik prodejců, doba zajištění opravy a samozřejmě nákladovost.

4.2.3.4 Perspektiva učení se a růstu

Pro zajištění dosažení dlouhodobých cílů je nezbytné investovat i do infrastruktury, tj. zejména do schopnosti pracovníků, efektivity informačních systémů (dále jen IS) a do podnikových procedur motivace a delegování pravomocí. Tuto oblast řeší perspektiva učení se a růstu, ve které se vytváří nutná infrastruktura a hybné síly nezbytné pro zajištění splnění cílů v ostatních perspektivách.

Možná měřítká – spokojenost pracovníků, udržení klíčových pracovníků, celková fluktuace, dovednosti a výcvik (popř. rekvalifikace) pracovníků, produktivita práce ⁴⁶, existence informací v IS a jejich časová dostupnost, počet návrhů na zlepšení, počet implementovaných změn, míra sladění cílů jednotlivých pracovníků s cíli podniku (= míra ztotožnění s podnikovými cíli).

4.3 Model Excellence EFQM

Základní informace o modelu EFQM jsem čerpala především z [25] a [24], dále pak z [8], [26] a [27].

⁴⁶ Produktivitu můžeme měřit ziskem, obratem, počtem nově uzavřených smuv,

EFQM (European Foundation for Quality Management) je nezisková organizace, založená v roce 1988, kdy 14 generálních ředitelů⁴⁷ spojilo své síly s cílem vyvinout nástroj pro zvýšení konkurenceschopnosti evropských podniků a umožnit jim tak odolat sílicímu konkurenčnímu tlaku amerických a japonských společností. Výsledkem jejich společného úsilí bylo vytvoření Modelu excelence EFQM, který byl poprvé zveřejněn v roce 1991 a od roku 1992 se stal podkladem pro účast v Ceně EFQM za excelenci (= *The European Quality Award*). Tento model již využilo více než 30 000 evropských organizací⁴⁸. Model je použitelný ve všech typech společností, a to bez ohledu na jejich velikost nebo obor podnikání. S úspěchem je využíván i ve státní správě nebo ve školství.

EFQM model:

- vychází z konceptu řízení kvality a je založen na platformě ISO 9000,
- definuje sebehodnotící rámec, jehož cílem je pomoci podnikům **i)** nalézt a maximálně využít jejich silné stránky a **ii)** odhalit slabé stránky, tj. oblasti pro zlepšování,
- neobsahuje žádné detailní instrukce, jak model použít (je non-prescriptive) - poskytuje pouze přehled oblastí, které budou předmětem benchmarkingu,
- hodnotí úroveň řízení a fungování společnosti – je tedy zaměřen na proces řízení a na neustálé zlepšování procesů,
- hledá řešení, které uspokojí zájmy všech Stakeholders,
- jedná se o určitý ideál, ke kterému se podniky snaží přiblížit.

Metoda EFQM je rozdělena do tří částí (*Components*), které jsou podrobněji popsány v následujících kapitolách. Jedná se o základní koncepty (*The Fundamental Concepts of Excellence*), kritéria (*Criteria*) a metodiku hodnocení RADAR (*RADAR Logic*).

Hodnocení v EFQM probíhá ve dvou úrovních **i)** sebehodnocení a **ii)** srovnání vlastního hodnocení s okolím podle kritérií evropské ceny za jakost, které provádí autorizovaný hodnotitel. Dle ([8], str.144) se za dobrý výsledek považuje dosažení hodnoty 50 bodů z celkových 100 bodů a nejlépe řízené evropské podniky dosahují 80 bodů.

⁴⁷ Jednalo se o AB Electrolux, British Telecommunications plc, Bull, Ciba-Geigy AG, C. Olivetti & C. SpA, Dassault Aviation, Fiat Auto SpA, KLM, Nestlé, Philips, Renault, Robert Bosch, Sulzer AG, Volkswagen. Zdroj www.efqm.org

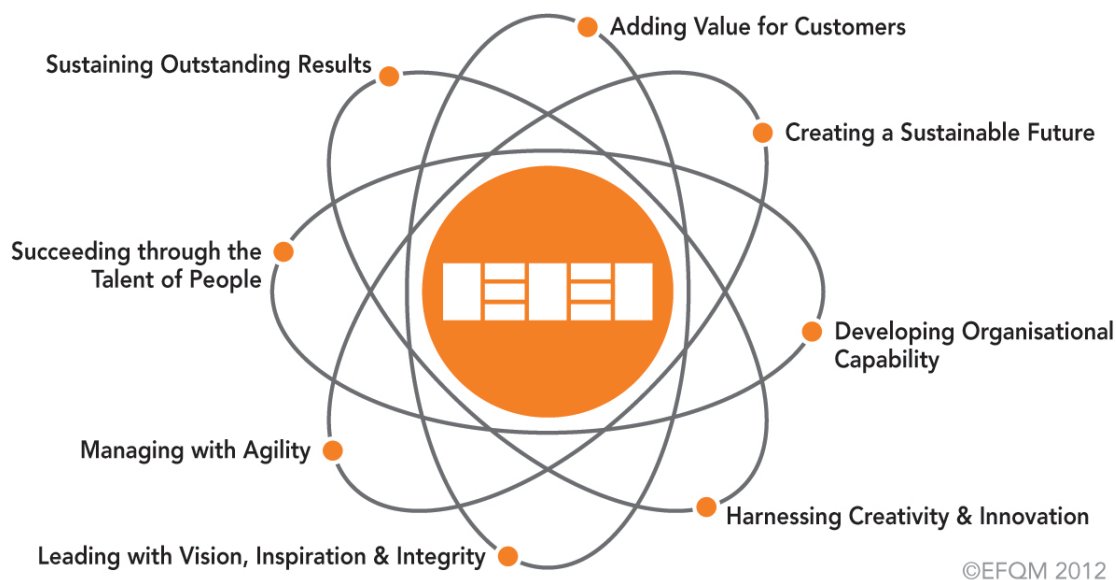
⁴⁸ Řada podniků využívá model nikoliv z důvodu získání Ceny EFQM za excelenci, ale jako efektivní nástroj sebehodnocení.

4.3.1 Základní koncept modelu

Základním konceptem modelu je dosažení dlouhodobě udržitelné excelence⁴⁹ pro jakoukoliv organizaci. Model se používá jako metodika k popisu charakteristik excelence a slouží jako společný jazyk pro vrcholové vedení společností.

Základní koncept modelu je schematicky uveden v následujícím obrázku.

Tabulka č. 3: Základní koncept modelu EFQM



Zdroj: www.efqm.org.

Přidaná hodnota pro zákazníka (*Adding Value for Customers*)

Excelentní organizace důsledně vytváří přidanou hodnotu pro zákazníky, protože rozumí, předvídá a naplňuje potřeby a očekávání svých zákazníků. Dále umí využít příležitosti na trhu.

Vytvoření udržitelného rozvoje (*Creating a Sustainable Future*)

Excelentní organizace má pozitivní vliv na své okolí (tj. na Stakeholders), protože zvyšuje svoji výkonnost s ohledem na ekonomické, ekologické a sociální podmínky v regionu, který je její činností ovlivněn.

Rozvoj organizační schopnosti (*Developing Organisational Capability*)

Excelentní organizace posiluje svoji výkonnost efektivním řízením změn, a to i těch, které přesahují rámec organizace.

Využití kreativity a inovací (*Harnessing Creativity & Innovation*)

Excelentní organizace využívá kreativitu svých Stakeholders ke zvyšování své hodnoty a výkonnosti v procesu neustálého zlepšování a systematických inovací.

⁴⁹ Původní anglický termín excellence můžeme překládat jako dokonalost, výtečnost nebo znamenitost.

Řízení dle vize, inspirace a integrity⁵⁰ (*Leading with Vision, Inspiration & Integrity*)

V čele excelentních organizací stojí lidé, kteří dokáží ovlivňovat budoucnost a kteří jsou vzorem pro své hodnoty a etiku jednání.

Aktivní řízení (*Managing with Agility*)

Excelentní organizace jsou považovány za schopné nejenom účinně a efektivně identifikovat příležitosti a hrozby, ale především na ně včas a správně reagovat.

Využití schopností zaměstnanců (*Succeeding through the Talent of People*)

Excelentní organizace oceňují své zaměstnance a motivují je k dosažení podnikových i jejich osobních cílů.

Udržení vynikajících výsledků (*Sustaining Outstanding Results*)

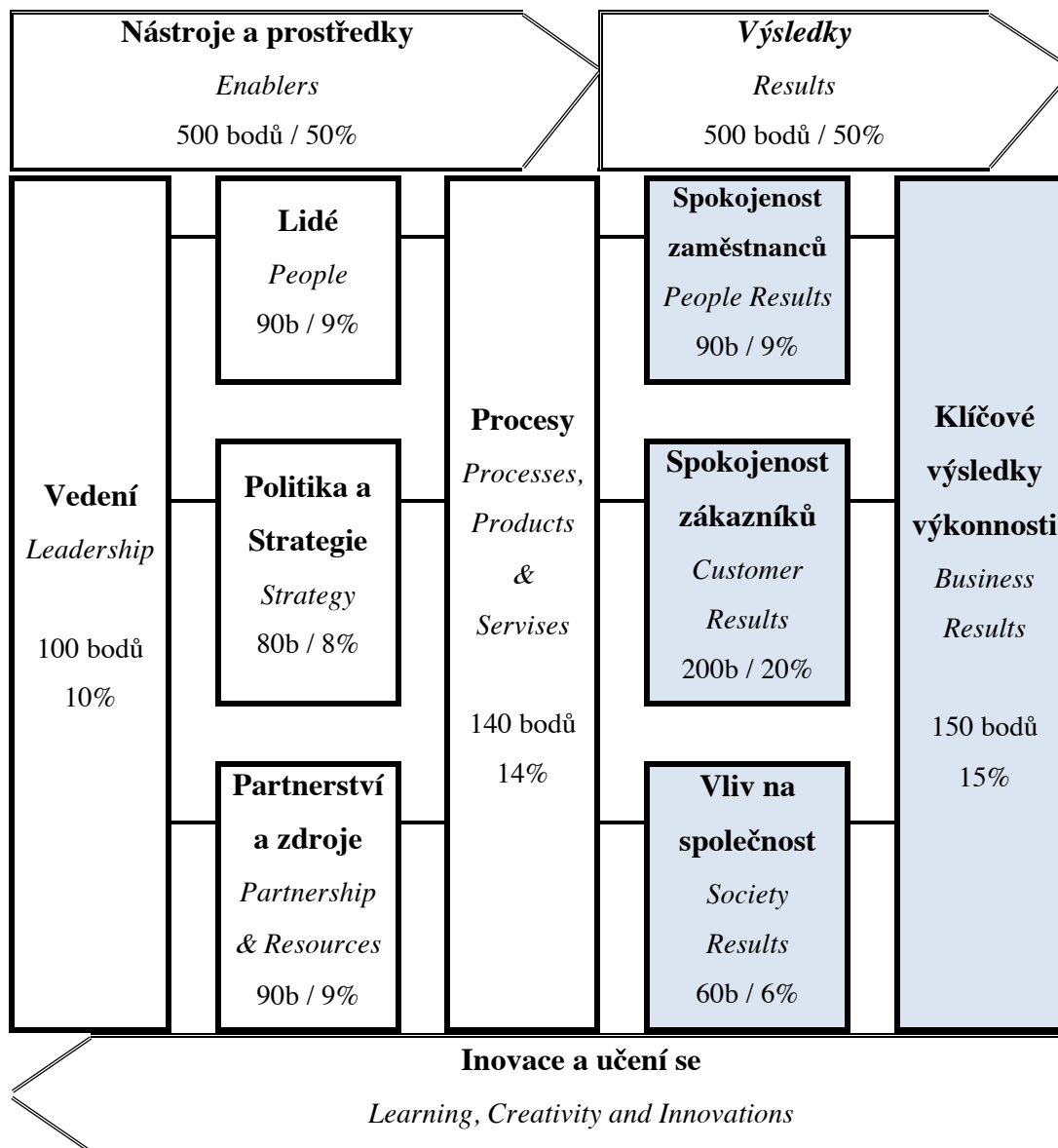
Excelentní organizace dosahují svých udržitelných vynikajících výsledků způsobem, kterým naplní krátkodobé i dlouhodobé cíle všech Stakeholders.

⁵⁰ Integrity ve smyslu bezúhonnosti a celistvosti.

4.3.2 Kritéria modelu

Struktura kritérií je souhrnně uvedena v obrázku.

Tabulka č. 4: EFQM excellence model



Zdroj: www.efqm.com a [8], str.134.

Z obrázků je patrné, že EFQM model se skládá z devíti hlavních kritérií, rozdělených do dvou částí. Každé kritérium má přidělenou absolutní bodovou hodnotu a váhu v celkové hodnotě kritéria. Hlavní kritéria se dále dělí na 32 dílčích kritérií.

Části modelu:

I. Nástroje a prostředky

Tato část uvádí předpoklady podniku pro dosažení stanovených cílů, tj. co podnik dělá a jak to dělá. Zahrnuje celkem 6 hlavních kritérií a 24 dílčích kritérií.

- **Vedení** – zkoumá schopnost vrcholového vedení společnosti a ostatních manažerů dosahovat dlouhodobé úspěšnosti, (tj. vytvořit misi a vizi ⁵¹) kterou může organizace dosáhnout využitím Total Quality Managementu a procesu neustálého zlepšování. Toto hlavní kritérium zahrnuje 4 dílčí kritéria.
- **Lidé** – hodnotí řízení lidských zdrojů, tj. schopnost maximálního využití potenciálu pracovníků a zajištění jejich vzdělávání a rozvoje. Kritérium zahrnuje 5 dílčích kritérií.
- **Politika a strategie** – navazuje na kritérium „Vedení“ a hodnotí schopnost managementu převést misi a vizi do jasné strategie, která zohledňuje zájmy všech Stakeholders. Předmětem hodnocení je i schopnost implementovat strategii. Kritérium se dále dělí do 5 dílčích kritérií.
- **Partnerství a zdroje** – hodnotí schopnost využití vztahu s ostatními Stakeholders (external partnership) a vnitřních finančních a nefinančních zdrojů podniku, způsob jejich financování a péče o ně. Kritérium se dále dělí do 5 dílčích kritérií.
- **Procesy** – hodnotí způsob vytvoření, řízení a zlepšování podnikových procesů a aktivit, tj. nastavení procesů, stanovení vlastníků procesů a vlastní řízení procesů. Kritérium se dále dělí do 5 dílčích kritérií.

II. Výsledky

Tato část vyhodnocuje úspěšnost naplnění stanovených cílů, tj. čeho organizace dosahuje. Skládá se z 4 hlavních kritérií (v obrázku jsou podbarvena) a 8 dílčích kritérií.

- **Spokojenost zaměstnanců** – hodnotí spokojenost zaměstnanců, jejich motivaci, výkonnost a loajalitu. Kritérium se dále dělí do 2 dílčích kritérií.
- **Spokojenost zákazníků** – z obrázku je zřejmé, že toto kritérium má nejvyšší váhu a bodové ohodnocení. Kritérium hodnotí úroveň péče o zákazníka, reakci podniku na požadavky trhu a míru uspokojování potřeb zákazníků. Dále se dělí do 2 dílčích kritérií.

⁵¹ Mise = proč jsme, Vize = čím chceme být, Strategie = plán jak dosáhnout vize. Viz ([16], str. 236).

- **Vliv na společnost** – hodnotí odpovědnost společnosti vůči státu, regionu, legislativě a životnímu prostředí. Kriterium se dále dělí do 2 dílčích kritérií.
- **Klíčové výsledky výkonnosti** – hodnotí úspěšnost dosažení všech cílů a plánu, a to z hlediska všech Stakeholders. Často se používá benchmarking, kdy se podnik srovnává s konkurencí nebo s nejlepším podnikem v odvětví. Kriterium se dále se dělí do 2 dílčích kritérií.

4.3.3 Metodika hodnocení RADAR

Metodika je založena na 5 elementech. Jejím cílem je pomoci hodnotiteli vyhodnotit a obodovat jednotlivá kritéria.

Results	určují odchylky mezi plánovanými cíli a dosaženou skutečností,
Approach	nalezení vhodných postupů pro dosažení cílů,
Deployment	systematický rozvoj postupů (= Approach) a zajištění jejich implementace,
Assesment	hodnocení a prověřování,
Review	analýza dosažených výsledků dosažených výsledků, která identifikuje priority a plánuje a implementuje nutné změny.

4.4 Porovnání metody BSC a modelu EFQM

Modely BSC a EFQM patří k nejnámějším a používá je velké množství organizací po celém světě.

Oba modely mají některé společné rysy, ke kterým patří zejména **i)** zaměřují se na zlepšení výkonnosti, **ii)** fungují jako katalyzátor změn a **iii)** jsou založeny na principu učení se a zpětné vazby.

Při porovnání obou metod jsem využila zdroje [26] a [27] a výsledky uvádím v tabulce č. 5 na následující stránce.

Z tabulky vyplývají dva základní rozdíly:

I. Přístup

BSC – řízení výkonnosti (*performance management*). Vedení podniku stanoví strategii, a to na základě znalostí podniku, jeho konkurenční výhody a znalosti trhu. Tato strategie je jedinečná pro každý podnik a dané podmínky.

EFQM – benchmarking. Samohodnocením a následným porovnáním s okolím hledá vedení optimální nastavení všech procesů na úroveň „best practices“. Protože se jedná o benchmarking, musí být kritéria nastavena pro všechny podniky stejně.

II. Časový horizont a posloupnost jednotlivých kroků

BSC – zaměřuje se na budoucnost (2-5 let) a podle nastavených cílů zpětně upravuje klíčové procesy.

EFQM – samohodnotící proces se zaměřuje na současnost a odtud odvozuje co změnit ve všech procesech. Optimalizované procesy potom „vygenerují“ strategii.

Tabulka č. 5: Porovnání Balance Scorecard a EFQM modelu

	Balanced Scorecard	EFQM Model
Vzniklo z	⇒ měření výkonnosti ⇒ snahy o vytváření hodnoty	⇒ Total Quality Management ⇒ snahy o zvýšení konkurenceschopnosti
Účel	⇒ komplexní nástroj pro řízení podniku	⇒ referenční model pro The European Quality Award
Typ modelu	⇒ řídicí (prescriptive) a cílený ⇒ zaměřuje se pouze na klíčové ukazatele (KPI) pro dosažení cíle	⇒ popisný a souhrnný ⇒ žádná prioritizace aktivit
Časový horizont	⇒ vize cílů, které chce podnik dosáhnout v budoucích 2 – 5 letech	⇒ hodnotí stávající stav podniku
Cíle a přínosy	⇒ řízení a zlepšení výkonnosti ⇒ identifikuje kritické faktory úspěchu (KPI) ⇒ převedení strategie do měřitelných a kontrolovatelných ukazatelů	⇒ řízení a zlepšení výkonnosti ⇒ identifikace silných a slabých stránek podniku. ⇒ zavedení best practices
Princip metody	⇒ 4 perspektivy, hybné síly a zpožděné indikátory ⇒ vychází ze znalostí vedení ⇒ strategická mapa, která propojuje jednotlivé KPI	⇒ 9 hlavních kritérií a 32 dílčích kritérií ⇒ samohodnocení a porovnání s „ideálním“ podnikem (benchmarking)

	s požadovanými výsledky	
Četnost	⇒ měsíční kontrola KPI	⇒ obvykle roční sebehodnocení
Přístup	⇒ základem je tvorba strategie ⇒ soustava cílů a metrik je jedinečná pro každý podnik ⇒ kroková změna výkonnosti	⇒ základem je analýza procesů ⇒ soustava cílů a metrik je stejná pro všechny podniky ⇒ proces neustálého zlepšování
Podmínky úspěchu	⇒ trvalá pozornost v oblasti řídicích (governance) procesů	⇒ trvalá pozornost v oblasti všech procesů (day to day management)
Vztah k Stakeholders	⇒ metoda zahrnuje pouze zákazníky a zaměstnance ⇒ ostatní Stakeholders pouze v případě, jestliže jsou klíčovým faktorem dosažení strategických cílů	⇒ řeší očekávání všech Stakeholders. ⇒ systematický důraz na sociální otázky a na vliv na životní prostředí

Zdroj: Vlastní zpracování.

4.5 SWOT analýza

Albert Humprey ze Stanford University vytvořil v šedesátých letech minulého století metodu SWOT analýzy jako univerzální analytickou techniku zaměřenou na zhodnocení vnitřních a vnějších faktorů ovlivňujících úspěšnost podniku, projektu nebo strategie [23]. První fází metody je identifikace klíčových silných a slabých stránek organizace a klíčových příležitostí a hrozeb vnějšího prostředí. Následně se pak hledají cesty využití identifikovaných silných stránek a příležitostí na jedné straně a eliminace zjištěných slabin a hrozeb na straně druhé. SWOT analýza je důležitým doplňkem finanční analýzy. Marinič ([8], str.97) považuje metodu SWOT za základní analýzu, provedenou na bázi nefinančních ukazatelů.

Název SWOT vznikl z počátečních písmen názvů jednotlivých faktorů metody - **S**trengths (silné stránky), **W**eaknesses (slabé stránky), **O**pportunities (příležitosti) a **T**hreats (hrozby).

SWOT analýza hodnotí vnitřní a vnější faktory [23]:

- a) Vnitřní faktory - zahrnují hodnocení *silných a slabých stránek*. Mezi vnitřní faktory řadíme organizaci podniku, kvalitu pracovníků, efektivitu, financování,

podíl na trhu ap. Pro nalezení silných a slabých stránek můžeme využít i hodnocení dle modelu EFQM.

- b) Vnější faktory - zahrnují hodnocení ***příležitostí a hrozeb***, které souvisí s okolním prostředím organizace. K vnějším faktorům počítáme konkurenci, vztahy s dodavateli a odběrateli, chování spotřebitelů, tržní trendy, technologický pokrok a samozřejmě i ekonomické a politické poměry.

5 Technická a fundamentální analýza společnosti ABC, a.s.

Data pro provedení analýzy jsem čerpala především z výročních zpráv, ze kterých jsem převzala i účetní výkazy - viz v *přílohy č. 1 až č. 4*.

5.1 Základní údaje o společnosti,

<u>Název společnosti</u>	ABC, a.s.
<u>Právní forma</u>	akciová společnost
<u>Počet akcií</u>	1 031 131 akcií v nominální hodnotě 1 000 Kč. Akcie nejsou veřejně obchodovatelné.
<u>Předmět podnikání</u>	obchod se zemním plynem a elektřinou

Postavení ve skupině

Vlastník: společnost je 100% vlastněna mateřskou společností

Dceřinné společnosti: 100% podíl v dceřinné společnosti zabývající se distribucí zemního plynu. Dceřinná společnost vznikla v roce 2007 na základě požadavků směrnice Evropské unie a novely energetického zákona. Cílem těchto norem bylo oddělit obchodní a distribuční (= monopolní) aktivity. Dle výše uvedené legislativy nemá společnost ABC, a.s. vliv na řízení své dceřinné společnosti. S dceřinou společností je uzavřena smlouva o převodu zisku.

Skupina zajišťuje: centrálně jsou zajišťovány některé činnosti finančního útvaru⁵², provoz a rozvoj informačních systémů, komunikace, prezentace a reklama.

Vybrané informace pro finanční analýzu

Financování: společnost využívá cash pooling. Pohledávky a závazky vzniklé z titulu cash poolingů jsou vykázovány v rámci výkazu CF jako součást položky peníze a peněžní ekvivalenty. Představuje-li závazek formu financování, není pro účely výkazu CF považován za peníze a peněžní ekvivalenty.

Účetnictví: společnost účtuje dle českého účetního standardu, sestavuje konsolidovanou účetní závěrku – ta je zpracována na úrovni konsolidačního celku mateřské společnosti.

Významné změny v minulých letech

- a) stávající společnost ABC, a.s. vznikla v roce 2009 fúzí tří sesterských společností skupiny,

⁵² Rozsah centrálně zajišťovaných činností se v průběhu sledovaného období měnil. Rozsah změn však nemá vliv na prováděnou analýzu.

- b) v roce 2010 bylo zahájeno obchodování s elektřinou,
- c) v roce 2011 byla centralizována obsluha velkoodběratelů ve skupině, tj. společnost ABC, a.s. převedla obsluhu tohoto zákaznického segmentu do jiné společnosti skupiny,
- d) v roce 2011 došlo ke snížení statutárních fondů a fondů ze zisku v dceřinné společnosti o 5 200 mil. Kč a k jeho vyplacení do společnosti ve skupině.
- e) v roce 2011 rozhodl jediný společník o snížení statutárních a ostatních fondů a nerozděleného zisku společnosti ABC, a.s. o 3 826 tis. Kč.

Strategie

- a) udržení tržního podílu v oblasti prodeje zemního plynu,
- b) dynamický růst na trhu s elektřinou.

5.2 Vybrané nefinanční ukazatele

Při zpracování kvalitní finanční analýzy je nezbytné vzít v úvahu i nefinanční ukazatele. V *příloze č.5* proto uvádím vybrané nefinanční ukazatele o počtu zákazníků, objemech prodeje a nákupu a o počtu pracovníků.

Závěry z analýzy nefinančních ukazatelů:

- a) v sledovaném období let 2009 až 2011 došlo k výraznému poklesu objemu prodaného zemního plynu, a to o 43,6%, resp. o 9 855 302 MWh. K poklesu prodeje dochází u všech kategorií zákazníků a jeho příčinou je **i)** dlouhodobě je nákupní cena zemního plynu odvozena tak, že je vyšší než aktuální tržní cena. To umožňuje konkurenci nabízet zákazníkům nižší prodejní ceny zemního plynu a získávat tak stávající zákazníky společnosti ABC, a.s. To je hlavní příčina snížení počtu zákazníků v období 2009 až 2011 o 19,5% (tj. 156 227 zákazníků), **ii)** v oblasti velkoodběratelů zemního plynu se projevil převod těchto zákazníků do jiné společnosti skupiny v roce 2011 (viz kapitola 5.1),
- b) v roce 2010 získání prvních zákazníků pro prodej elektřiny a v následujícím roce výrazných nárůst nově získaných zákazníků, celkem bylo v těchto dvou letech získáno 48 412 zákazníků a prodána elektřina v objemu 134 GWh.
- c) objem prodeje zemního plynu a elektřiny je závislý na klimatických podmínkách (v teplejším roce objem prodeje klesá) a na cyklickém vývoji ekonomiky (v době krize pokles spotřeby),

- d) klesající počet zaměstnanců (zejména rok 2010 - snížení o 32 osob, tj. 52%) je zapříčiněn centralizací útvarů podpory prodeje do mateřské společnosti a redukcí počtu zaměstnanců.

5.3 Finanční analýza

Vzhledem k tomu, že v roce 2009 byla ukončena fúze, budu analyzovat vývoj v letech 2009 až 2011 (dále jen sledované období)⁵³. Pro účely finanční analýzy jsem vybrala další vhodné finanční ukazatele, které jsou souhrnně uvedeny v *příloze č. 6*.

Závěry z analýzy vybraných finančních ukazatelů:

- a) vysoký podíl zisku převáděného z dceřinné společnosti na celkovém zisku vytvořeném společností ABC, a.s., a to v rozsahu 73% až 82%,
- b) výše dividendy je ovlivněna snížením statutárních fondů a fondů ze zisku. Ve sledovaném období je tedy možno považovat dividendovou politiku společnosti za nestandardní,
- c) v jednotlivých letech je výše zisku významně ovlivněna přeceněním derivátů, realizovanými ziskem / ztrátou z derivátů a saldem opravných položek vytvořeným k pohledávkám a dlouhodobému majetku. Podrobněji viz následující kapitola – část EBITDA,
- d) kolísající vývoj zůstatku cash poolingů - výrazný pokles (47%) v roce 2011,
- e) v roce 2009 neplatila společnost žádnou splatnou daň z příjmu, protože byla uplatněna ztráta z minulých období ve výši daňového základu (tj. základ pro výpočet daně byl nulový).
- f) Nízký roční objem investic v rozsahu 2,9 – 8,2 mil. Kč, v roce 2011 to představuje 0,3% brutto hodnoty stálých aktiv.

5.3.1 Absolutní ukazatele

5.3.1.1 *Tvorba zisku*

Statutární výkaz zisků a ztrát je uveden v *příloze č.3*. Pro účely analýzy tvorby zisku jsem sestavila *přílohu č.7*, ve které je uveden zjednodušený výkaz zisků a ztrát a zpracována vertikální analýza tohoto výkazu a *přílohu č.8*⁵⁴ analyzující strukturu výnosů a nákladů.

⁵³ Pouze v rozvaze jsou uvedena i data pro rok 2008 - je však zřejmé, že nejsou srovnatelná s daty fúzované společnosti

⁵⁴ V této tabulce jsem upravila výkaz zisků a ztrát z *přílohy č.3* tak, aby byly odděleně uvedeny výnosy a náklady, které potom souhrnně uvádím v *příloze č.7*.

Při další analýze je nutné vzít v úvahu, že EBITDA a následně i EBIT a EAT se skládá ze dvou základních položek, a to **i)** převodu zisku z dceřinné společnosti (viz řádek 34 v příloze č.3) a **ii)** a zisku vytvořeného obchodní činností.

Závěry z analýzy absolutních ukazatelů tvorby zisku:

- a) v roce 2010 došlo k výraznému zvýšení zisku po zdanění (EAT), a to jak důvodu růstu zisku z provozní činnosti, tak z důvodu vyššího převodu zisku. V roce 2011 pak dochází k strmému poklesu tohoto ukazatele,
- b) efektivní daň je počítána jako podíl daně z příjmu a zisku před zdaněním (EBT). Nízká hodnota je dána tím, že převod zisku z dceřinné společnosti není předmětem daně z příjmu a dále uplatněním ztráty z minulých období – viz komentář v kapitole 5.3, bod e),
- c) nízkou hodnotu efektivní daně (resp. způsob zdanění) jsem se rozhodla zohlednit při výpočtu hodnoty ukazatele NOPAT. Upravila jsem proto vzorec 3-1 pro výpočet NOPAT tak, aby bral v úvahu nulové zdanění převodu zisku - viz poslední řádek tabulky „Analýza tvorby zisku“ v **příloze č.7.**,

Z vertikální analýzy tvorby zisku vyplývá, že základ tvorby zisku se odehrává v oblasti EBITDA. Proto jsem v **příloze č. 9** sestavila podrobnou tabulku a k rozboru využila krycí příspěvek na úhradu nákladů a zisku (viz kapitola 3.4.1.). Krycí příspěvek je vypočten v **příloze č.10**, a to jako rozdíl mezi tržbami za prodej energií a náklady na jejich pořízení a distribuci.

Závěry z analýzy ukazatele EBITDA:

- d) samostatně analyzovat je nutné především výrazné snížení hodnoty ukazatele „EBITDA – provozní“ mezi roky 2011 a 2010 (-52,86%, tj. – 561 487 tis.Kč),
- e) převod zisku z dceřinné společnosti – vzhledem k tomu, že společnost nemá přímý vliv na řízení své dceřinné společnosti, nebudu tuto položku dále analyzovat,
- f) společnost realizuje zisk z prodeje dlouhodobého majetku, a to v roce 2009 ve výši 26,9 mil. Kč, 2010 ve výši 28,4 mil. Kč a 2011 pak 22,4 mil. Kč,
- g) saldo z přecenění cených papírů a derivátů – společnost používá komoditní indexové swapy a měnové swapy. Jedná se o deriváty určené k obchodování. Hodnota těchto derivátů je pravidelně přeceňována - reálné (přeceněné) hodnoty jsou odvozeny z tržních cen a z modelů diskontovaných peněžních toků. Dopad na výnosy a náklady je uveden v **příloze č. 6**,

- h) saldo ostatních finančních výnosů a nákladů – jedná se především o realizované zisky a ztráty z finančních derivátů - viz **příloha č. 6**,
- i) změna stavu rezerv a opravných položek – změna stavu opravných položek k pohledávkám a majetku – jedná se o opravné položky k pochybným pohledávkám a o přecenění majetku na zpětně získatelnou hodnotu – viz **příloha č. 6**. V roce 2011 byla snížena rezerva na daň z příjmu o 210 396 tis.Kč.
- j) Osobní náklady - projevuje se snižující počet pracovníků, změna profesní a organizační struktury a valorizace mezd. Určité meziroční kolísání těchto nákladů způsobuje měnící se průměrný přepočtený počet vedoucích pracovníků – viz **příloha č. 5**.

Analýza krycích příspěvků

Tato analýza je souhrně uvedena v **příloze č. 10**. Jednotlivé složky ceny (komoditní a distribuční) se skládají z fixní a variabilní části. Obchodní data jsou předmětem utajení a není tudíž možné stanovit krycí příspěvky pro jednotlivé segmenty trhu (střední odběratelé, retail), ale pouze pro zemní plyn a elektřinu jako celek. Vybrané ukazatele z **přílohy č. 10** jsou uvedeny v tabulce.

Tabulka č. 6: Analýza krycích příspěvků pro zemní plyn a elektřinu

Analýza krycích příspěvků			Rok			Tempo růstu	
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Zem.plyn	Krycí příspěvek (KP)	tis.Kč	1 178 000	1 589 200	878 825	34,91%	- 44,70%
	Contribution Margin (KP _%)	%	5,54%	7,96%	6,32%	43,76%	- 20,59%
	Průměrná prodejní cena	Kč/MWh	941,26	951,54	1 090,34	1,09%	14,59%
	Měrná Contribution Margin (MKP _%)	Kč/MWh	52,10	75,72	68,91	45,33%	- 9,00%
Elektř.	Krycí příspěvek (KP)	tis.Kč	x	-561	10 430	x	-1 959,18%
	Contribution Margin (KP _%)	%	x	-3,89%	2,45%	x	- 162,88%
	Průměrná prodejní cena	Kč/MWh	x	2 760,21	3 181,47	x	15,26%
	Měrná Contribution Margin (MKP _%)	Kč/MWh	x	-107,38	77,83	x	- 172,48%

Krycí příspěvek (KP) je spočítán dle vzorce 3-3 a Contribution Margin (KP_%) dle vzorce 3-4. Měrná Contribution Margin (MKP_%) je vypočtena jako součin průměrné prodejní ceny a KP_% a udává jaká část ceny připadá na krycí příspěvek, (tj. kolik korun krycího příspěvku získám při prodeji jedné MWh). Zavedla jsem jej z důvodu možnosti stanovení vlivu meziročně se měnícího objemu prodeje na tvorbu krycího příspěvku.

Zemní plyn - analýzu krycího příspěvku KP jsem rozložila do dvou kroků, pro které jsem použila metodu rozkladu syntetického ukazatele (viz kapitola 2.4.2) a sestavila jednoduchou pyramidovou soustavu.

Tabulka č. 7: Analýza krycího příspěvku zemního plynu v tis.Kč (vývoj 2009 až 2009)

Porovnání let 2010 a 2009			Porovnání let 2011 a 2010		
Krycí příspěvek (KP)			Krycí příspěvek (KP)		
411 200			-710 375		
34.91%			-44.70%		
MKP%	*	Prodej plynu	MKP%	*	Prodej plynu
513 429		-102 229	-113 107		-597 268
43.58%		-8.68%	-7.12%		-37.58%

V prvním kroku analyzuji pouze vliv MKP_% a objemu prodeje zemního plynu na tvorbu KP. Mezi roky 2010 a 2009 došlo k poklesu prodeje o 1 621 863 MWh, což vedlo ke snížení KP o 102 229 tis.Kč. Na druhé straně byl však meziroční růst hodnoty MKP_%⁵⁵ tak silný, že přispěl ke zvýšení KP o 513 429 tis.Kč a zajistil tak dosažení celkového meziročního zvýšení KP o 411 200 tis.Kč.

Mezi roky 2011 a 2010 došlo k poklesu obou ukazatelů, přičemž pokles objemu prodeje má výrazně větší vliv na meziroční pokles hodnoty ukazatele MKP_%.

Ve druhém kroku jsem přistoupila k podrobnější analýze meziroční změny 2011/10:

Tabulka č. 8: Vývoj krycího příspěvku zemního plynu mezi roky 2010 a 2011

Krycí příspěvek KP (tis.Kč) - vývoj mezi roky 2010 a 2011					
-710 375					
Tržby za prodej			Náklady na pořízení		
-6 064 167			5 353 792		
Cena	*	Prodej	Komodita		Distribuce
			3 898 666		
2 281 562		-8 345 729	Cena	*	Nákup
			-2 000 620		5 899 286
					1 455 126

Z tabulky č. 8 vyplývá:

Náklady na pořízení mají pozitivní vliv na KP (+ 3 898 666 tis.Kč) a jsou ovlivněny:

- negativně vyšší nákupní cenou komodity (-2 000 620 tis.Kč),
- pozitivně prudkým poklesem objemu nakupovaného množství zemního plynu (viz **příloha č.5**) - množstevní odchylka,
- pozitivně náklady distribuce (+1 455 126 tis.Kč) – při hodnocení je však třeba zohlednit, že prodej zemního plynu v MWh poklesl o 39,23% zatímco náklady na distribuci pouze o 29,13%. Došlo tedy ke zvýšení měrného nákladu distribuce na prodanou MWh a tím negativnímu dopadu na KP,

Tržby za prodej ovlivňují KP ve výsledku negativně (- 6 064 167 tis.Kč), a to

⁵⁵ Z tabulky „Analýza krycích příspěvků“ v příloze č.10 je zřejmé, že je to způsobeno zejména výrazným meziročním poklesem průměrné nákupní ceny komodity v roce 2010.

→ pozitivně průměrná prodejní cena (+2 281 562 tis.Kč), která se zvyšuje a má na KP kladný vliv. Ke zvýšení ceny však dochází i vlivem změny struktury zákazníků, protože se zvětšuje podíl zákazníků s vyššími cenami. Nejvyšší prodejní ceny jsou pro domácnosti, jejichž podíl na celkové dodávce ze zvýšil z 29,69% v roce 2009 na 45,92% v roce 2011, viz **příloha č.5.**,

→ negativně pokles prodaného objemu energií (-8 345 729 tis.Kč), který je výrazně vyšší než úspora nákladů na pořízení energií.

Elektřina – vzhledem k zahájení obchodování s elektřinou v průběhu roku 2010 jsem se analýzou tvorby KP podrobněji nezabývala. Za pozornost stojí, že v roce zahájení obchodování s elektřinou byl KP záporný, což ale není neobvyklý výsledek při vstupu na nový trh.

5.3.1.2 Rozvaha

Úplná struktura aktiv je uvedena v **příloze č.1** a pasiv v **příloze č.2**. Pro účely analýzy jsem sestavila **přílohu č.11**, ve které je uvedena zjednodušená rozvaha a zpracována vertikální analýza tohoto výkazu.

Závěry z analýzy absolutních ukazatelů rozvahy:

Aktiva

- a) výrazné meziroční rozdíly hodnot jednotlivých položek aktiv mezi lety 2008 a 2009 jsou zapříčiněny fúzí v roce 2009,
- b) průběžný pokles netto hodnoty hmotného majetku je dán nízkým ročním objemem investic, prodejem majetku a především tvorbou opravných položek k majetku v letech 2009 a 2010 – viz **příloha č.6**,
- c) pokles hodnoty finančního majetku v roce 2011 je důsledkem snížení statutárních a ostatních fondů ze zisku v dceřinné společnosti o 5 200 mil. Kč a následným snížením podílu na vlastním kapitálu dceřinné společnosti,
- d) vzhledem k charakteru činnosti nemá společnost žádné zásoby,
- e) dohadné účty aktivní (součást oběžných aktiv) zahrnují převod zisku z dceřinné společnosti.

Pasiva

- f) pokles statutárních a ostatních fondů ze zisku je vyvolán snížením těchto fondů v roce 2011 a jejich výplatou vlastníkům,
- g) pokles rezerv v roce 2011 je dán zejména snížením rezervy na daň z příjmu o 210 396 tis.Kč.

- h) součástí závazků k podnikům ve skupině je cash pooling,
- i) dohadné účty pasivní zahrnují především dohad na distribuci zemního plynu.

Z vertikální analýzy rozvahy vyplývají výraznější změny struktury u položek finanční majetek, krátkodobé pohledávky, nerozdělený zisk a krátkodobé závazky.

Položky spadající do oblasti pracovního kapitálu jsou rozebrány v kapitole 5.3.2.

5.3.1.3 Peněžní toky a Free Cash Flow

Výkaz o peněžních tocích je uveden v *příloze č.4*.

Při posuzování peněžních toků je třeba vzít v úvahu, že společnost používá cash – pooling a proto se řádek P a R výkazu CF (= stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů) nerovná řádkům aktiv č. 49 Peníze a 50 Účty v bankách. Vysvětlení je uvedeno v *příloze č.12*.

Free Cash Flow je vypočteno dle vzorců v kapitole 3.4.1.2 a uvedeno v *příloze č. 12*.

Výpočet ukazatele NOPAT je uveden v *příloze č.7*. Společnost v roce 2010 plně splatila krátkodobý bankovní úvěr. Ukazatele FCFE a FCFE mají ve všech letech sledovaného období kladné hodnoty.

5.3.2 Rozdílové ukazatele

Klíčovým rozdílovým ukazatelem je pracovní kapitál (viz kapitola 3.4.2). Struktura pracovního kapitálu je uvedena v *příloze č. 13*. Meziroční změny jednotlivých položek oběžných aktiv a krátkodobých pasiv jsou zřejmé z *příloh č.1 a 2*.

Záporný čistý pracovní kapitál v roce 2009 je způsoben především výrazným zvýšením stavu přijatých krátkodobých záloh.

5.3.3 Paralelní ukazatelové soustavy

Analýza poměrových ukazatelů je uvedena v *příloze č.14*.

V případě, že poměrový ukazatel je počítán jako poměr stavové a tokové veličiny, je stavová hodnota pro příslušný rok stanovena jako průměrná hodnota počátečního a koncového stavu (týká se to ukazatelů aktivity a rentability, v tabulce označeno symbolem (Ø)).

5.3.3.1 Ukazatele likvidity (Liquidity Ratios)

Vypočtené ukazatele likvidity jsou nižší než doporučené hodnoty, které uvádím v kapitole 3.4.3.1. Příčinou je využívání cash pooling, které přesouvá řízení likvidity ze společnosti na skupinu. Likviditu společnosti je tudíž možno hodnotit jako vyhovující.

5.3.3.2 Ukazatele aktivity (Asset Management Ratios)

Průměrná doba inkasa pohledávek i doba obratu závazků je nízká a oba ukazatele vykazují rostoucí trend, což je možné hodnotit pozitivně pouze u závazků. Je však třeba vzít v úvahu, že ukazatele jsou vypočítány z pohledávek a závazků z obchodního styku a nezahrnují poskytnuté a přijaté zálohy.

Obrat stálých a celkových aktiv má v obou případech trvale klesající trend. Vzhledem k tomu, že trend by měl být rostoucí, musíme hodnotit vývoj těchto ukazatelů jako negativní. Vypočtené hodnoty jsou ovlivněny:

- nižší hodnotou aktiv v roce 2009 ovlivněnou fúzí, protože aktiva počítám jako průměrnou hodnotu počátečního a koncového stavu. V roce 2010 pak snížením finančního majetku (podíl v dceřinné společnosti),
- výrazným poklesem tržeb za vlastní výrobky v roce 2011 způsobeným poklesem prodeje.

5.3.3.3 Ukazatele zadluženosti (Debt Management Ratios)

Hodnoty ukazatelů zadluženost a debt to equity hodnotím jako jako přiměřené pro daný obor.

Úrokové krytí vysoce převyšuje doporučené hodnoty a postupně roste z 21,95 v roce 2009 na 101,46 v roce 2011.

5.3.3.4 Ukazatele rentability (Profitability Ratios)

U všech sledovaných ukazatelů rentability sledujeme stejný vývoj, tj. maximální hodnotu v roce 2010. To je způsobeno výše uvedeným vývojem EBIT a zisku.

Obecně je možno hodnotit rentabilitu jako velmi dobrou, protože i přes všechny obtíže (pokles prodejů, vývoj národního hospodářství) dosahuje v roce 2011 ukazatele ROE hodnoty 19,89%.

V kapitole 3.4.3.4 uvádím podmínky, při jejichž splnění je zajištěn růst výkonnosti a hodnoty podniku, jedná se o (hodnoty r_e a WACC jsem stanovila v kapitole 5.4.):

$ROE \geq r_e$ splněno

$ROIC > WACC$ splněno

Pro podrobnější analýzu ukazatele ROE jsem využila metodu du Pont uvedenou v **příloze č.16**. Z rozkladu vyplývá, že mezi lety 2011 a 2010 došlo k poklesu hodnoty ukazatel ROE z 25,44% na 19,89%, tj. relativně o 21,82%. Pokles je zapříčiněn především poklesem obratu aktiv (-14,81%) a ziskového rozpětí (-8,70%). Vliv

ostatních ukazatelů (daňová a úroková redukce zisku, finanční páka) meziroční změnu ROE výrazněji neovlivnil.

5.3.3.5 Ukazatele tržní hodnoty (Market Value Ratios)

Společnost není obchodována na burze, proto je možné počítat hodnotu pouze omezeného počtu ukazatelů, tj. účetní hodnotu akcie, EPS a výplatní poměr.

Vzhledem k tomu, že počet akcií je po celé období konstantní je:

- účetní hodnota akcie závislá na vývoji vlastního kapitálu, jehož klesající hodnota je ovlivněn především dividendovou politikou a hodnotou vytvořeného výsledku hospodaření běžného období (EAT),
- EPS na tvorbě zisku (EAT).

Z těchto důvodů vykazují oba ukazatele maximum v roce 2010.

Za pozornost stojí výše výplatního poměru v roce 2011. Dividendová politika jednoznačně preferuje výplatu maximální dividendy, což je možné doložit minimální výší zdrojů k rozdělení (= nerozdělený zisk) k 31. 12. 2011 ⁵⁶.

5.4 Ekonomické metody finanční analýzy

V teoretické části definuji pět základní ukazatelů ekonomické metody finanční analýzy, a to EVA, SVA, CFROI, MVA a TSR.

Společnost není kotována na burze a neznáme proto tržní cenu jejich akcií. Nemůže tedy použít ukazatele při jejichž výpočtu se používá tržní cena, tj. SVA (kriteriální funkce je $SVA > \text{tržní cena}$), MVA a TSR.

Vzhledem ke složitosti výpočtu jsem se rozhodla nepoužít ukazatel CFROI a ekonomickou hodnotu společnosti stanovím pouze dle ukazatele EVA.

Výpočty ukazatele EVA jsou uvedeny v *příloze č.15*.

5.4.1 Úprava dat pro výpočet

V kapitole 3.5.4.2 uvádím rozsah možných úprav, které je nezbytné provést před provedením výpočtu EVA. Jedná se o:

D – krátkodobý a dlouhodobý cizí úplatný kapitál

Vylučuji všechna neúročená pasiva a rezervy a pro výpočet používám pouze závazek z cash poolingů (viz *příloha č.12*) a bankovní úvěry a výpomoci (viz *příloha č.11*).

⁵⁶ Výše nerozděleného zisku není nulová zejména proto, že v roce 2011 byly účtovány promlčené dividendy ve výši 2 363 tis Kč.

NOA – Net operating Assets

Finanční investici do dceřinné společnosti nepovažuji za portfoliovou (viz str. 42) a proto ji nemusím z NOA vylučovat. Podle mého názoru není nutné provádět ani ostatní úpravy uvedené v kapitole 3.5.4.2. V úvahu by přicházelo pouze přecenění dlouhodobého a oběžného majetku. Vzhledem ke složitosti provedení přecenění a s ohledem na rozsah mé práce přecenění neprovádím. Z výše uvedeného vyplývá, že není třeba provádět žádné úpravy NOA.

NOPAT – Net Operating Profit after Tax

Provádím jedinou úpravu, a to vyloučení zisku z prodeje stálých aktiv z ukazatele NOPAT. Za zvážení by ještě stály náklady na reklamu – jejich výši se mi však nepodařilo zjistit (reklama je zajišťována na úrovni skupiny).

V případě bilančních položek (D, NOA) opět používám průměrné hodnoty, vypočtené jako aritmetický průměr počátečního a konečného stavu dané položky.

5.4.2 Stanovení průměrných nákladů na kapitál

Při stanovení váženého průměrného kapitálu vycházím ze vzorce pro výpočet WACC (viz vzorec 3-8, který je uveden na straně 38), přičemž:

- náklady cizího kapitálu (r_d) stanovím jako poměr úroků a hodnoty úplatného kapitálu D. Vycházím z předpokladu, že v případě cash poolingů musí být stanovena obvyklá úroková sazba, tj. stejná úroková sazba jako v případě, že by úvěr poskytl jakýkoliv jiný věřitel, nad kterým nemá skupina kontrolu,
- náklady vlastního kapitálu (r_e) je možné stanovit dle postupů uvedených v kapitole 3.5.3. Pro výpočet používám indikativní hodnotu 11% .

5.4.3 Výpočet EVA

Pro výpočet používám vzorce 3-13 a 3-14. Vlastní výpočet je uveden v *příloze č. 15* a výsledky jsou souhrnně uvedeny v následující tabulce:

Tabulka č. 9: Výpočet EVA

Výpočet EVA (tis. Kč)	Rok		
	2010	2011	2011/10
EVAentity (3-13)	30 364	3 113	-89,75%
NOPAT	2 598 425	1 697 736	-34,66%
WACC x NOA	2 568 061	1 694 624	-34,01%
EVAequity (3-14)	1 718 652	897 833	-47,76%
EAT	3 028 068	2 008 962	-33,66%
Re x E	1 309 416	1 111 129	-15,14%
Spread = EVAequity/ E	14,44%	8,89%	-38,44%

Z tabulky je zřejmé, že roční ekonomický zisk měřený EVA_{entity} i EVA_{equity} je kladný. Z hlediska krátkodobé výkonnosti tedy společnost vytváří hodnotu z pohledu všech poskytovatelů kapitálu i vlastníků. V roce 2011 dochází v důsledku poklesu hodnoty NOPAT k výraznému meziročnímu poklesu hodnoty obou ukazatelů EVA. Totéž platí i pro spread.

V roce 2011 je hodnota EVA_{entity} velmi blízká nule. Z citlivostí analýzy vyplývá, že nepatrná změna hodnoty WACC, daná např. mírným zvýšením r_e o 0,025 % vede k dosažení záporné hodnoty EVA_{entity} .

Za účelem stanovení dlouhodobé výkonnosti společnosti je třeba vypočítat čistou současnou hodnotu EVA_{equity} . Při stanovení předpokládané konstatní roční hodnoty EVA_{equity} vycházím následujících předpokladů:

- 1) nedojde k žádné změně stávající dividendové politiky, tj. hodnota vlastního jmění (equity) se bude v budoucnosti udržovat v úrovni stavu k 31. 12. 2011,
- 2) tvorba ročního zisku po zdanění (EAT) se stabilizuje na hodnotě 2 000 mil. Kč,
- 3) výše nákladů na vlastní kapitál se nebude výrazně měnit.

Za těchto předpokladů jsem vypočetla roční hodnotu EVA_{equity} ve výši 1 155 mil. Kč. Čistou současnou hodnotu mohu stanovit s využitím vzorce pro perpetuitu, tj. jako $EVA / r_e = 1\ 155 / 11\% = 10\ 500$ mil. Kč.

5.5 Fundamentální analýza

V teoretické části práce jsem provedla porovnání metody Balanced Scorecard (BSC) a EFQM – viz tabulka č.5 v kapitole 4.4. Z porovnání mi vyplynulo, že metoda BSC je ve srovnání s EFQM více zaměřena na měření výkonnosti. Proto se dále zabývám právě BSC metodou.

Dále jsem stručně popsala principy metody SWOT a benchmarkingu. S ohledem na zadání práce řeším v praktické části pouze metodu SWOT, která mi umožní získat základní informace o postavení společnosti.

5.5.1 Balanced Scorecard

5.5.1.1 Postavení a strategie společnosti

V kapitole 5.1 jsem popsala postavení a organizaci společnosti ABC. Řada činností (např. zajištění financování, vedení účetnictví, provozování a rozvoj informačních systémů a technologií, personální politika, komunikace s okolím a reklama) je zajišťována centrálně na úrovni skupiny. Navíc má společnost skupinou stanovený zákaznický segment (středně velcí zákazníci, retail), který bude obsluhovat.

Z hlediska BSC tedy můžeme na společnost nahlížet jako na obchodní oddělení (SBU definované v kapitole 4.2.2), jehož hlavním úkolem je získat a udržet zákazníky, prodávat a dosahovat co největší marži při vynaložení minimálních fixních nákladů. To samozřejmě zjednodušuje tvorbu BSC.

Dále je v kapitole 5.1 definována strategie, a to **i)** udržení tržního podílu v oblasti prodeje zemního plynu a **ii)** dynamický růst na trhu s elektřinou.

5.5.1.2 Cíle společnosti

Z diskuse vyplynuly následující cíle společnosti:

- a) strategii podpořit získáváním zákazníků, kteří budou nakupovat zemní plyn i elektřinu a oslovením všech stávajících odběratelů zemního plynu s nabídkou prodeje elektřiny,
- b) zvyšování prodeje a vytvořené marže,
- c) dodržování stanovených úsporných opatření,
- d) ošetření obchodních rizik, tj. zabránění vzniku pohledávek po lhůtě splatnosti a zejména nedobytných pohledávek,
- e) podpora úspěšného hospodářství skupiny – zejména tvorba EBIT plus stabilní a dobře plánovaný Cash Flow,
- f) účast na společných projektech skupiny,
- g) dosažení výborných výsledků v oblasti bezpečnosti práce – úrazovost a aktivní chování v oblasti bezpečnosti.

5.5.1.3 Ukazatele pro jednotlivé perspektivy

Na společnost nahlížím jako na obchodní oddělení (viz kapitola 5.5.1.1). Tomuto pohledu se snažím přizpůsobit i nastavení vrcholového měřítko pro stanovení výkonnosti. Pokusila jsem se jej vytvořit tak, aby zahrnovalo pouze činnosti, jejichž výsledky jsou ovlivnitelné společností. Snažím se tedy nezahrnovat vlivy, za které odpovídá skupina nebo dle legislativy nespádají pod řídicí vliv společnosti ABC (= hospodaření dceřinné společnosti – důvod viz kapitola 5.1).

Návrh strategické mapy je uveden v **příloze č.17**. V dalším textu uvádím ke každému prvku strategické mapy **i)** zdůvodnění proč jsem ukazatel zvolila, **ii)** kauzální vazbu (označeno „Vazba“), tj. vazbu příčina → následek mezi jednotlivými prvky strategické mapy a **iii)** možná měřítko.

Finanční perspektiva

F1: Produkční síla (= EBIT / Aktiva) bez vlivu převodu na zisku

Zdůvodnění: společnost ABC funguje jako „obchodní útvar“, protože **i)** za financování a zdanění odpovídá skupina, **ii)** nemá vliv na řízení dceřinné společnosti. Proto je možné jako vrcholový ukazatel stanovit produkční sílu, ze které jsou vyloučeny dopady vlivů, které společnost nemůže ovlivnit. Vyloučit je tedy třeba převod zisku z dceřinné společnosti a jeho vliv na výši EBIT a aktiv společnosti. Takto vytvořený ukazatel je jednoduchý a snadno stanovitelný.

Měřítko: dosažení požadované (plánované) hodnoty, růst ukazatele v čase.

F2: Krycí příspěvek

Zdůvodnění: ukazatele finanční efektivity prodeje a tvorby EBIT.

Vazba: → výše produkční síly (F1).

Měřítko krycí příspěvek (ziskovost) vytvořený celkem a dle komodit zemní plyn a elektřina, totéž po segmentech (retail, střední odběratelé), prodejní a nákupní ceny (vývoj v čase, benchmarking).

F3: Fixní náklady

Zdůvodnění: řízení nákladů, které nejsou součástí krycího příspěvku z prodeje. Jedná se o materiál, energie, osobní náklady, služby, daně, poplatky, ostatní provozní náklady a odpisy. Fixní náklady jsou samozřejmě součástí EBIT, sledují je však zvláště z důvodu snažší kontroly dosažení předepsaných úsporných opatření.

Vazba: → produkční síla (F1).

Měřítko: dodržení předepsaného rozsahu úsporných opatření, resp. plánovaných fixních nákladů.

F4: Aktiva bez vlivu finančních aktiv

Zdůvodnění: protože z EBIT vylučuji podíl na zisku dceřinné společnosti, musím z aktiv vyloučit finanční investice a příslušnou část dohadných účtů aktiv, které zahrnující převod tohoto zisku. Pro zvýšení efektivity je třeba vyvinout tlak na optimalizaci výše stálých a především pak oběžných aktiv. Vzhledem ke struktuře oběžných aktiv to bude nutit společnost zabránit vzniku pohledávek po lhůtě splatnosti a optimalizovat nákupní politiku v oblasti poskytování záloh u nákupů mimo skupinu.

Vazba: → produkční síla (F1)

Měřítko: obrat aktiv, zavést ukazatel procento krátkodobých pohledávek na tržbách nebo alternativně měřítko procento netto pohledávek (tj. pohledávek snížených

o opravné položky) na tržbách a vyloučit tak vliv starých nedobytných pohledávek na hodnotu tohoto ukazatele.

Zákaznická perspektiva

Z1: Objem prodeje

Zdůvodnění: klíčový nefinanční ukazatel pro maximalizaci krycího příspěvku.

Vazba: → krycí příspěvek (F2), výše oběžných aktiv (F4).

Měřítko: podíl na trhu, prodaný objem v MWh (celkem + členění elektřina a zemní plyn),

Z2: Počet a struktura zákazníků

Zdůvodnění: nezbytný předpoklad ke zvyšování objemu prodeje a ziskovosti.

Vazba: → objem prodeje (Z1).

Měřítko: počet nově získaných zákazníků, počet ztracených zákazníků, počet stávajících / nových zákazníků kupujících zemní plyn i elektřinu, vývoj struktury zákazníků.

Z3: Spokojenost zákazníků

Zdůvodnění: udržení stávajících zákazníků, resp. zabránění jejich ztrátě z důvodu chyb nebo nedostatečné péče na straně společnosti.

Vazba: → počet zákazníků (Z2)

Měřítko: počet uznaných reklamací a stížností, průzkum spokojenosti zákazníků.

Perspektiva interních procesů

P1: Kvalita produktu

Zdůvodnění: elektřina a zemní plyn jsou z hlediska prodeje komodity nepodléhající změnám⁵⁷ a od většiny ostatních komodit se odlišují složitější strukturou ceny (fixní a proměnná část). Kvalita z hlediska zákazníka je tudíž dána především výší ceny, její jednoduchostí, komplexností nabízeného řešení, např. tvorbou produktových balíčků (ceny při společném prodeji elektřiny a zemního plynu, způsob fixace cen) a kvalitou obsluhy zákazníka.

Vazba: → počet a struktura zákazníků (Z2).

Měřítko: počet nových produktů, množství zákazníků získaný pro tento produkt, ziskovost produktů.

⁵⁷ Parametry dodávky jsou dány fyzikálními vlastnostmi (tlak, frekvence, napětí) a jsou standardizovány pro určitou úroveň předání. Dodávky různých dodavatelů jsou tedy v tomto ohledu stejné a snadno zaměnitelné.

P2: Obsluha zákazníka

Zdůvodnění: interní proces zajišťující kvalitní **i**) obsluhu zákazníka a **ii**) komunikaci se zákazníkem. Cílem je minimalizovat případné chyby (fakturace) a konflikty (např. vysoké nedoplatky v případě pozdního zvýšení záloh), které mohou být příčinou ztráty zákazníka.

Vazba: → spokojenost zákazníků (Z3).

Měřítko: vyhodnocení (Z3) + rychlost reakce na reklamace a stížnosti, počet vystavených chybných fakturací, počet informačních akcí (např. oslovení stávajících zákazníků s nabídkou nových produktů, výherní akce), počet návštěv u středně velkých zákazníků,

P3: Řízení oběžných aktiv a likvidity

Zdůvodnění: řízení obchodních rizik (zabránění vzniku nedobytných pohledávek, bonita a spolehlivost dodavatelů), zajištění finanční stability a likvidity společnosti (cash flow).

Vazba: → aktiva (F4).

Měřítko: stejně jako (F4) + přesnost plánování cash flow, úspěšnost vymáhání pohledávek,

P4: Motivační systémy

Zdůvodnění: dobře nastavený motivační systém (nejenom finanční) je nezbytným faktorem úspěchu, protože **i**) uvádí do souladu cíle pracovníků a společnosti, **ii**) nedirektivním způsobem ovlivňuje chování pracovníků směrem k dosažení požadovaných cílů (samostatnost, iniciativa, výkonnost, úroveň chování a vystupování, profesionalita prodejců ap.).

Vazba: → iniciativa pracovníků (U1) a stabilizace pracovního týmu (U3).

Měřítko: nenašla jsem přímé měřítko. Úspěšnost motivačního systému je tedy nutné měřit mírou zvýšení iniciativy pracovníků (U1).

Perspektiva učení se a růstu

U1: Zvýšení iniciativy pracovníků

Zdůvodnění: iniciativu považuji za základní hybnou sílu vytváření hodnoty společnosti. Iniciativa vychází z motivace a vzdělávání a umožňuje plně využít potenciál pracovníků nejenom k plnění povinností, ale i k hledání nových pracovních postupů a zlepšení.

Vazba: → získávání nových zákazníků (Z2), zajištění spokojenosti stávajících zákazníků (Z3), řízení oběžných aktiv a likvidity (P3) a v neposlední řadě na hledání nákladově úsporných řešení (F3).

Měřítko: počet podaných návrhů na zlepšení, účast na projektech skupiny, míra naplnění klíčových ukazatelů pro jednotlivé skupiny pracovníků - např. počet získaných zákazníků (Z2) pro front office, spokojenost zákazníků (Z3) pro back office a režijní náklady (F3) pro všechny.

U2: Efektivní využití informačních systému (IS)

Zdůvodnění: správné a rychlé zpracování dat patří k základním funkcím obchodní společnosti. Je třeba dbát na pečlivé udržování databází, dodržování postupů informační bezpečnosti, rychlou dostupnost dat pro řízení společnosti a pro obsluhu zákazníků, minimální chybovost.

Vazba: → řídicí procesy (P3) a obsluha zákazníka (P2).

Měřítko: počet bezpečnostních incidentů, počet výpadků systému majících za následek částečnou nebo úplnou nedostupnost dat.

U3: Stabilní pracovní tým

Zdůvodnění: pro dlouhodobé dosahování požadovaný cílů je nezbytné udržet pracovníky (především klíčové), kteří mají požadované zkušenosti, vědomosti a praxi. Nežádoucí fluktuace vede ke ztrátě „know how“ pracovníků a snižuje produktivitu a schopnost využívání možností informačních systémů⁵⁸. Může vést k růstu chybovosti, ovlivňující spokojenost zákazníků. V případě odchodu prodejců hrozí riziko ztráty zákazníků. Navíc přijímání nových pracovníků vyvolává vícenáklady na jejich zaškolení.

Vazba: → ovlivňuje celý chod společnosti. Základní vliv vidím na řídicí procesy (P3), informační systémy (U2), kvalitu produktu (P1) a počet zákazníků (Z2).

Měřítko: míra nežádoucí fluktuace celkem (pro klíčové zaměstnance), měřená např. podílem odchodu zaměstnanců na celkovém počtu.

U4: Vzdělávání

Zdůvodnění: seznámení pracovníků se strategií a úkoly společnosti, novými teoretickými poznatky a pracovními postupy, pravidly a normami společnosti nebo

⁵⁸ Dnešní informační systémy jsou většinou unikátní aplikace, šité na míru jednotlivým společnostem. Proto příchod nového pracovníka vyžaduje řádné a poměrně dlouhé zapracování, a to i v případě, že v minulosti s obdobným systémem (např. SAP) již pracoval.

pravidly bezpečnosti práce. Nové vědomosti rozšiřují prostor pro iniciativu, zvyšují kvalifikaci a odrážejí se v rostoucí produktivitě práce.

Vazba: → zvýšení iniciativy (U1) a stabilizace pracovního týmu (U3).

Měřítko: zvyšování produktivity práce, počet chyb zaviněných pracovníky v jednotlivých procesech, tj. zejména chybné pracovní postupy, počet pracovních úrazů nebo počet případů porušení pracovní kázně.

5.5.2 SWOT analýza

Na základě analýzy získaných informací o společnosti jsem v tabulce č. 10 zpracovala SWOT analýzu, kde jednotlivé body jsou uvedeny podle významnosti.

Tabulka č. 10: SWOT Analýza

	Silné stránky (Strengths)	Slabé stránky (Weakness)
Vnitřní faktory	<ul style="list-style-type: none"> a) člen silné energetické skupiny – zázemí, dobré jméno a centrální reklamní kampaně skupiny b) zkušenost v oboru c) stabilní dividendový příjem z dceřinné společnosti d) výhradní zaměření na core business (obslužné činnosti jsou zajišťovány centrálně) e) Výborná infrastruktura v oblasti péče o zákazníka 	<ul style="list-style-type: none"> a) společnost je po fúzi a reorganizaci b) Při současném cenovém vývoji nevýhodný dlouhodobý kontrakt na nákup plynu
	Příležitosti (Opportunities)	Hrozby (Threats)
Vnější faktory	<ul style="list-style-type: none"> a) nárůst počtu zákazníků a prodeje zemního plynu b) zvyšování podílu na trhu s elektřinou c) synergický efekt společného prodeje zemního plynu a elektřiny d) oživení ekonomiky 	<ul style="list-style-type: none"> a) velmi silná konkurence na trhu a případná další ztráta stávajících zákazníků b) nekorektní postupy konkurence při přebírání zákazníků c) úsporná opatření na straně odběratelů, umocněná případným zvýšením DPH d) možné zvýšení sazby daně z příjmu právnických osob

6 Zhodnocení výkonnosti podniku dle navržených kritérií

6.1 Výsledky analýzy výkonnosti podniku ABC, a.s.

Společnost byla ve sledovaném období ovlivněna řadou nestandardních událostí (fúze, převod obsluhy velkoodběratelů na skupinu, snížení a následná výplata fondů). To se odráží ve vývoji hodnot jednotlivých ukazatelů, který je rozkolísaný a nevykazuje stabilní trend. Zásadním problémem z hlediska výkonnosti podniku je významná ztráta zákazníků. Přesto společnost vytváří hodnotu a má požadovanou výkonnost (viz EVA). Dílčím problémem je pouze EVA_{entity} , jejíž hodnota je velmi blízká nule a existuje významné riziko sklouznutí do záporných hodnot.

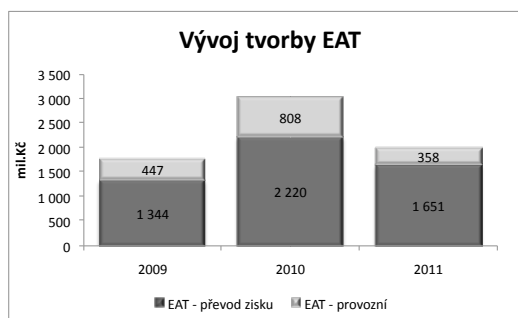
Celkové vyhodnocení uvádím v tabulce č. 11.

Tabulka č. 11: Závěry finanční analýzy a vyhodnocení výkonnosti společnosti

Prodeje společnosti													
<p>Prudký pokles prodejů zemního plynu z důvodu:</p> <ul style="list-style-type: none">• způsob odvození nákupní ceny zemního plynu vede k ceně vyšší než tržní, což učinilo prodejní cenu nekonkurenční a vedlo ke ztrátě více než 150 000 zákazníků (19,5%),• převedení obsluhy velkoodběratelů na skupinu a následný pokles prodeje společnosti ABC,• negativní vývoj ekonomiky, <p>Zahájení prodejů elektřiny v roce 2010 a výrazný nárůst prodejů v roce 2011</p>	<table border="1"><caption>Prodeje (GWh)</caption><thead><tr><th>Year</th><th>Zemní plyn</th><th>Elektřina</th></tr></thead><tbody><tr><td>2009</td><td>22 609</td><td>0</td></tr><tr><td>2010</td><td>20 988</td><td>5</td></tr><tr><td>2011</td><td>12 754</td><td>134</td></tr></tbody></table>	Year	Zemní plyn	Elektřina	2009	22 609	0	2010	20 988	5	2011	12 754	134
Year	Zemní plyn	Elektřina											
2009	22 609	0											
2010	20 988	5											
2011	12 754	134											

Tvorba zisku

- maximální hodnota zisku dosažena v roce 2010,
- vysoký podíl zisku převedeného z dceřinné společnosti na celkovém zisku společnosti ABC (73% ~ 82%)
- výrazný vliv na zisk má přeceňování derivátů a saldo opravných položek k pohledávkách a k majetku
- zisk pozitivně ovlivněn prodejem majetku v roční průměrné výši cca 25 mil.Kč.
- nízká efektivní daň z příjmu – převod zisku není předmětem daně a uplatnění ztráty z předcházejících let



Aktiva

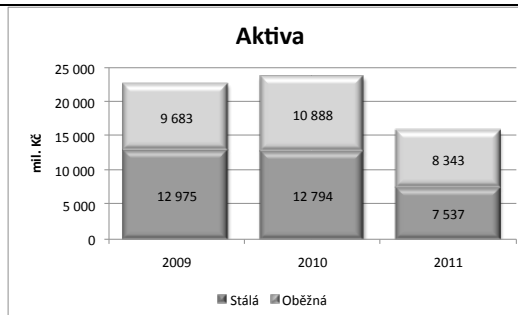
Pokles stálých aktiv

- v roce 2011 způsoben poklesem finančního majetku (podíl v dceřinné spol.),
- po celé období minimální investice do hmotného majetku
- vysoká tvorba opravných položek k majetku (cca 100 mil.Kč ročně v letech 2009 a 2010),

Oběžná aktiva

- kopírují objem tržeb z prodeje výrobků a výši převedeného zisku (dohadné účty aktivní),
- společnost nemá žádné zásoby,

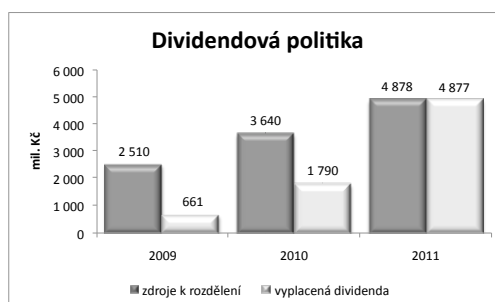
Poměrové ukazatele



- vzhledem k využívání cash poolingů nízké ukazatele likvidity,
- rostoucí trend hodnot průměrné doby inkasa (-) i obratu závazků (+),
- negativní vývoj (pokles) obratu stálých i celkových aktiv vyvolaný poklesem prodejů a následně tržeb.

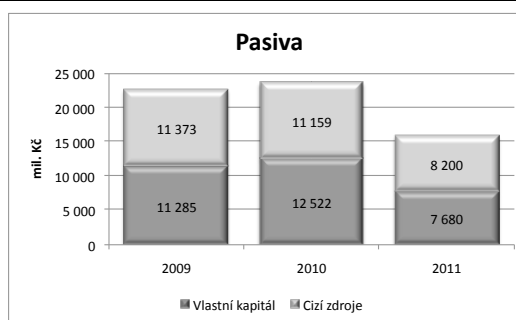
Dividendová politika

- podrobnosti viz příloha č.6,
- snížení a následné vyplacení statutárních fondů a fondů ze zisku ,
- rostoucí výplatní poměr,
- v roce 2011 vyplaceny téměř veškeré zdroje k rozdělení, v tomto roce vyplacena dividenda na akcii ve výši 2 936 Kč/akcii, přičemž účetní hodnota akcie byla 7 448 Kč/akcii a EPS 1 948 Kč/akcii



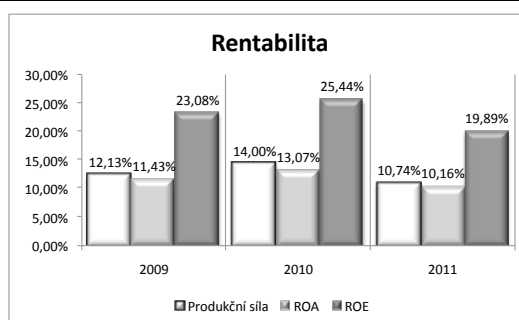
Pasiva

- pokles vlastního kapitálu jako důsledek dividendové politiky,
- v roce 2011 snížení rezervy na daň z příjmu o 210 mil. Kč,
- v roce 2011 výrazný pokles závazků z obchodního styku
- ve sledovaném období zadluženost cca 0,5 a debt to equity cca 1,0
- velmi vysoké úrokové krytí – v roce 2011 dosáhlo hodnoty 101,46



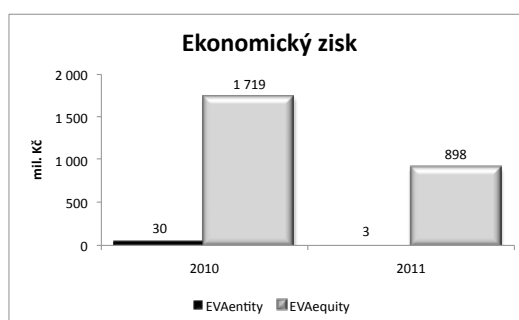
Rentabilita

- meziroční kolísání hodnot způsobeno zejména vývojem zisku
- rentabilitu lze hodnotit jako velmi dobrou,
- výrazný pokles hodnoty ROE v roce 2011 zapříčiněn především poklesem hodnot ukazatelů obratu aktiv a ziskového rozpětí (viz příloha č.16),
- platí, že $ROE > r_e$ a $ROIC > WACC$



Ekonomický zisk

- oba ukazatele jsou kladné, tj. společnost tvoří hodnotu,
- EVA_{entity} - v roce 2011 hodnota velmi blízká nule, citlivostní analýza ukazuje, že při zvýšení r_e o pouhých 0,03% nabývá zápornou hodnotu,
- stejně jako u ROE výrazný pokles v roce 2011,
- spread v roce 2010 = 14,44%, v roce 2011 = 8,89%
- čistou současnou hodnotu EVA odhadují na 10 500 mil. Kč



6.2 Soubor navržených kritérií pro posouzení výkonnosti

V teoretické části práce jsem popsala možnosti měření výkonnosti podniku. Následně jsem v praktické části některé z těchto metod využila pro zpracování analýzy společnosti a podrobně jsem se zabývala možnými ukazateli při zpracování strategické mapy BSC. Dospěla jsem k závěrku, že pro sledování a měření výkonnosti podniku ABC, a.s. je vhodné použít KPI's, uvedené v tabulce č.12.

Tabulka č. 12: Návrh KPI's pro hodnocení výkonnosti společnosti ABC, a.s.

	Název KPI's	Měřítko	Kriterium hodnocení	Periodicita sledování
1	Produkční síla	-	plánovaná hodnota časový trend benchmaking	měsíc
2	Počet zákazníků	počet	plánovaná hodnota časový trend	měsíc
3	Objem prodeje	MWh	plánovaná hodnota časový trend	měsíc
4	Krycí příspěvek	Kč	plánovaná hodnota časový trend	měsíc
5	Podíl na trhu	%	růst podílu	rok
6	Pohledávky po lhůtě splatnosti	% z objemu	časový trend srovnání se stejným obdobím předcházejících let	měsíčně
7	Počet oprávněných reklamací a stížností	počet	časový trend	čtvrtletně
8	Fixní náklady	Kč	plánovaná hodnota případná dodatečně přijatá opatření	měsíčně
9	Produktivita práce	Kč / prac	plánovaná hodnota časový trend	čtvrtletně
10	Počet pracovních úrazů	počet	plánovaná hodnota časový trend	měsíčně

K jednotlivým ukazatelům doporučuji:

- 1 počítat z upravených hodnot EBIT a aktiv – viz BSC, finanční perspektiva (F1),
- 2 sledovat odděleně pro zemní plyn a elektřinu + samostatná evidence pro zákazníky odebírající zemní plyn i elektřinu. Pro všechny sledované skupiny zpracovat saldo koncový stav = počáteční stav – ztracení zákazníci + nově získaní zákazníci,
- 3 sledovat ve stejné struktuře jako ukazatel č.2,
- 4 počítat jako rozdíl tržeb a nákladů na pořízení energií. Vždy předložit analýzu množstvího a cenového vlivu,
- 5 nejlépe závěry měření externí agenturou, v členění na retail a střední odběratelé
- 6 počítat jako pohledávky netto / tržby za posledních dvanáct měsíců,
- 7 doložit příčiny oprávněných reklamací a stížnosti + doložit přijatá nápravná opatření,
- 8 předepsat přesnou strukturu těchto nákladů, projednat a schválit plánované (popř. dodatečně upravené) hodnoty. Rozhodnout, zda sledovat jako celek nebo po jednotlivých nákladových druzích,
- 9 produktivitu práce měřit ke **i**) krycímu příspěvku a **ii**) fixním nákladům,
- 10 stanovit klasifikaci (úrazy s ošetřením, pracovní neschopností,) a v této struktuře sledovat.

7 Závěr

V úvodu práce jsem hledala definici výkonnosti podniku, od které bych odvodila další postup. Dospěla jsem k závěru, že nejvhodnějším nástrojem pro měření výkonnosti je hodnota podniku a proto jsem se v teoretické části zaměřila na kritéria měření hodnoty. Analyzovala jsem dividendový model a ověřila za jakých podmínek tvoří podnik hodnotu. Dále jsem se zabývala ekonomickými metodami finanční analýzy, považovanými za nejvýznamnější nástroj pro měření výkonnosti podniku. Další klíčovou otázkou bylo stanovit z jakého pohledu hodnotu podniku posuzovat. Je zřejmé, že kritéria Shareholders a Stakeholders nejsou totožná. Přikláním se k hodnocení z pohledu Shareholders, protože investují kapitál a nesou nejvyšší rizika. Následná analýza fundamentálních metod (BSC, EFQM) však ukázala výraznější příklon těchto metod k hodnocení výkonnosti z pohledu Stakeholders.

V odborné literatuře je možné dohledat množství ukazatelů (KPI's) kvantitativní a kvalitativní analýzy, metody pro hodnocení těchto ukazatelů, požadované vývojové trendy nebo kritériální funkce. Složitější bylo vybrat rozumný rozsah ukazatelů pro hodnocení výkonnosti společnosti ABC. Společnost není obchodována na burze a nebylo proto možné použít ukazatele založené na tržní hodnotě.

Vzhledem k rozsahu práce jsem se v praktické části nezabývala benchmarkingem (tj. ani metodou EFQM) a zaměřila jsem se především na metody BSC a SWOT. Při stanovení alternativního nákladu vlastního kapitálu jsem po diskusi použila odhad.

V praktické části jsem si nejdříve stanovila období pro porovnání (2009 až 2011) a následně analyzovala finanční a nefinanční vývoj společnosti ABC v tomto období. Je zřejmé, že došlo ke změnám, které výrazně ovlivnily chod společnosti. Avšak tyto změny, umocněné navíc výraznou ztrátou počtu zákazníků, neohrožily stabilní hospodaření. Společnost ABC vykazuje velmi dobré parametry rentability (viz tabulka č.11). Měřeno ukazatelem EVA tvoří hodnotu pro vlastníky. Kladná je i EVA pro ostatní poskytovatele úplatného kapitálu - v roce 2011 je však její hodnota velmi blízká nule.

Na základě metodiky BSC jsem vytvořila strategickou mapu a z ní odvodila deset klíčových ukazatelů pro měření výkonnosti (viz tabulka č.12). Je však třeba mít na paměti, že metoda BSC se zaměřuje na budoucnost v časovém horizontu 2-5 let a proto je třeba navržené ukazatele pravidelně revidovat a případně upravovat.

Seznam použité odborné literatury

Knihy

- [1] BREALEY, R.A. a MYERS, S.C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing, a.s., 1992, ISBN 80-85605-24-4.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2006, 191 s. ISBN 80-861-1958-0.
- [3] EDITOR, Stuart Crainer. *The Financial times handbook of management*. 1. publ. London: FT/Pitman Pub, 1995. ISBN 02-736-0694-8.
- [4] KAPLAN, Robert S. *Balanced scorecard: strategický systém měření výkonnosti podniku*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 2000, 267 s. ISBN 80-726-1032-5.
- [5] KEEN, Peter G a Ellen M KNAPP. *Every manager's guide to business processes: a glossary of key terms*. Boston, Mass.: Harvard Business School Press, c1996, xii, 219 p. ISBN 08-758-4575-4.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 1999, xiv, 304 s. ISBN 80-717-9227-6.
- [7] LASHER, By William R. *Practical financial management*. 6th ed., International ed. Mason, Ohio: South-Western, 2010. ISBN 978-053-8743-587.
- [8] MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [9] Marr, Bernard *Key Performance Indicators: The 75+ Measures Every Manager Needs to Know*
- [10] NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [11] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2., aktualiz. a doplněné vydání Praha: Linde, 2009, 333 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [12] PINCHES, George E. *Financial management*. New York: HarperCollins, 1994. ISBN 00-650-2470-2.

- [13] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2008, 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.
- [14] SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011, 471 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.
- [15] SYNEK, Miloslav, Heřman KOPKÁNĚ a Markéta KUBÁLKOVÁ. *Manažerské výpočty a ekonomická analýza*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2009, xviii, 301 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-154-3.
- [16] WAGNER, Jaroslav. *Měření výkonnosti: jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 248 s. ISBN 978-80-247-2924-4.

Články

- [17] DLUHOŠOVÁ, Dana. Nové přístupy a metody k finančnímu měření výkonnosti podniku. Dostupné z:
<http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/ekf/konference/cs/okruhy/frpfi/rocnik-2007/prispevky/dokumenty/S>
- [18] BOOTH, Laurence. What Drives Shareholder Value?. Rotman School of Management University of Toronto 105 St. George St. Toronto, ONT.
Dostupné z: <http://www.exinfm.com/pdf/files/value.pdf>
- [19] Kdo jsou to vlastně stakeholders a proč a jak se o ně zajímat. Dostupné z <http://www.businessvize.cz/strategie/kdo-jsou-to-vlastne-stakeholders-a-proc-a-jak-se-o-ne-zajimat>
- [20] Úvod do fundamentální analýzy, Akademie investování – Patria on Line. Dostupné z <http://www.patria.cz/akademie/analyzy-investice-fundamentalni-analyza.html>
- [21] What is a Key Performance Indicator (KPI). Dostupné z: <http://www.ap-institute.com/Key%20Performance%20Indicators.html>
- [22] Guide to key performance indicator. Materiál PriceWaterhouseCoopers dostupný z:
http://www.pwc.com/gx/en/corporate-reporting/assets/pdfs/UK_KPI_guide.pdf
- [23] SWOT analýza. Management mania. Materiál dostupný z <http://managementmania.com/cs/swot-analyza>
- [24] Webové stránky České společnosti pro jakost, o.s. dostupné z www.csq.cz
- [25] Webové stránky EFQM, dostupné z www.efqm.org

- [26] Performance measurement tools: the Balanced Scorecard and the EFQM Excellence Model, dostupné z
http://mono.eik.bme.hu/~zrostas/EGT_2012/Background/QualityMeasurement_BalancedSCard.pdf
- [27] Are the Balance Scorecard and the EFQM Excellence Model mutually exclusive or do they work together to bring added value to a company?
Dostupné z
<http://www.paceperformance.co.im/documents/Link%20b%20EFQM%20and%20Balanced%20Scorecard%20V5.pdf>

Ostatní

- [1] Výroční zprávy společnosti ABC, a.s. a roky 2009, 2010 a 2011

Seznam příloh

1. Rozvaha – část aktiva
2. Rozvaha – část pasiva
3. Výkaz zisků a ztrát
4. Výkaz o peněžních tocích
5. Vybrané nefinanční ukazatele
6. Vybrané finanční ukazatele
7. Analýza tvorby zisku
8. Analýza výnosů a nákladů
9. Analýza tvorby EBITDA
10. Analýza krycích příspěvku elektřiny a zemního plynu
11. Analýza rozvahy
12. Analýza Cash Pooling a Free Cash Flow
13. Analýza pracovního kapitálu
14. Poměrové ukazatele
15. Výpočet EVA
16. Analýza vývoje ROE v letech 2010 – 2011 (Du Pont)
17. BSC – návrh strategické mapy

Příloha č.1. Rozvaha - část Aktiva

(údaje jsou v tis. Kč)

Podnik: ABC, a.s.

	AKTIVA	Číslo řádku	Netto stav k 31.12.			
			2008	2009	2010	2011
	AKTIVA CELKEM	001	8,677,766	22,658,928	23,682,354	15,880,636
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	003	4,805,116	12,975,499	12,794,450	7,537,148
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	004	1,617	1,436	764	402
B. I. 1.	Zřizovací výdaje	005	0	0	0	0
B. I. 2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006	0	0	0	0
B. I. 3.	Software	007	173	88	26	0
B. I. 4.	Ocenitelná práva	008	34	23	12	0
B. I. 5.	Goodwill	009	0	0	0	0
B. I. 6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010	1,410	1,325	726	402
B. I. 7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	0	0	0	0
B. I. 8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	013	269,013	612,281	431,904	374,964
B. II. 1.	Pozemky	014	9,287	60,067	58,173	57,179
B. II. 2.	Stavby	015	230,839	501,247	344,510	306,608
B. II. 3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	25,981	47,823	28,044	10,629
B. II. 4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	017	0	0	0	0
B. II. 5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	018	0	0	0	0
B. II. 6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	191	491	490	490
B. II. 7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	2,715	2,653	687	58
B. II. 8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	0	0	0	0
B. II. 9.	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	022	0	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	023	4,534,486	12,361,782	12,361,782	7,161,782
B. III. 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	4,534,486	12,361,782	12,361,782	7,161,782
B. III. 2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025	0	0	0	0
B. III. 3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026	0	0	0	0
B. III. 4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	027	0	0	0	0
B. III. 5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028	0	0	0	0
B. III. 6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029	0	0	0	0
B. III. 7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	031	3,872,526	9,683,208	10,887,802	8,343,449
C. I.	Zásoby	032	38	0	0	0
C. I. 1.	Materiál	033	38	0	0	0
C. I. 2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	0	0	0	0
C. I. 3.	Výrobky	035	0	0	0	0
C. I. 4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	036	0	0	0	0
C. I. 5.	Zboží	037	0	0	0	0
C. I. 6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	0	0	0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	039	21,470	54,675	83,828	79,541
C. II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040	0	8	0	0
C. II. 2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	041	0	0	0	0
C. II. 3.	Pohledávky - podstatný vliv	042	0	0	0	0
C. II. 4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043	0	0	0	0
C. II. 5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	1,840	20,480	20,553	21,033
C. II. 6.	Dohadné účty aktivní	045	0	0	0	0
C. II. 7.	Jiné pohledávky	046	630	0	0	0
C. II. 8.	Odložená daňová pohledávka	047	19,000	34,187	63,275	58,508
C. III.	Krátkodobé pohledávky	048	3,843,877	9,625,326	10,801,680	8,259,368
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	106,403	279,270	266,307	160,561
C. III. 2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	050	0	51,366	2,727	51,961
C. III. 3.	Pohledávky - podstatný vliv	051	0	0	0	0
C. III. 4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052	0	0	0	0
C. III. 5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053	0	0	0	0
C. III. 6.	Stát - daňové pohledávky	054	105,333	39,749	167,931	191,609
C. III. 7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	516,343	1,465,619	1,523,000	1,315,983
C. III. 8.	Dohadné účty aktivní	056	3,114,721	7,772,399	8,812,960	6,486,917
C. III. 9.	Jiné pohledávky	057	1,077	16,923	28,755	52,337
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	058	7,141	3,207	2,294	4,540
C. IV. 1.	Peníze	059	0	0	27	30
C. IV. 2.	Účty v bankách	060	7,141	3,207	2,267	4,510
C. IV. 3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061	0	0	0	0
C. IV. 4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062	0	0	0	0
D. I.	Časové rozlišení	063	124	221	102	39
D. I. 1.	Náklady příštích období	064	73	158	81	11
D. I. 2.	Komplexní náklady příštích období	065	51	63	21	28
D. I. 3.	Příjmy příštích období	066	0	0	0	0

Příloha č.2. Rozvaha - část Pasiva

(údaje jsou v tis. Kč)

Podnik: ABC, a.s.

	PASIVA	Číslo řádku	Stav k 31.12.			
			2008	2009	2010	2011
	PASIVA CELKEM	067	8,677,766	22,658,928	23,682,354	15,880,636
A.	Vlastní kapitál	068	4,235,620	11,285,082	12,522,481	7,679,864
A. I.	Základní kapitál	069	1,031,131	1,031,131	1,031,131	1,031,131
A. I. 1.	Základní kapitál	070	1,031,131	1,031,131	1,031,131	1,031,131
A. I. 2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071	0	0	0	0
A. I. 3.	Změny základního kapitálu	072	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy	073	1,350,262	2,692,818	2,692,818	2,692,818
A. II. 1.	Emisní ážio	074	0	0	0	0
A. II. 2.	Ostatní kapitálové fondy	075	122,762	122,762	122,762	122,762
A. II. 3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076	1,227,500	2,570,056	2,570,056	2,570,056
A. II. 4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	077	0	0	0	0
A. II. 5.	Rozdíly z přeměn společností	078	0	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	079	514,254	3,921,213	3,920,587	1,944,046
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	080	512,003	512,003	512,003	512,003
A. III. 2.	Statutární a ostatní fondy	081	2,251	3,409,210	3,408,584	1,432,043
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	082	890,083	1,849,173	1,849,877	2,907
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	083	890,083	1,849,173	1,849,877	2,907
A. IV. 2.	Neuhrazená ztráta minulých let	084	0	0	0	0
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	085	449,890	1,790,747	3,028,068	2,008,962
B.	Cizí zdroje	086	4,441,669	11,373,468	11,159,378	8,200,428
B. I.	Rezervy	087	22,890	36,684	274,448	61,097
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	088	0	0	0	0
B. I. 2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	089	0	0	0	0
B. I. 3.	Rezerva na daň z příjmů	090	0	0	210,396	0
B. I. 4.	Ostatní rezervy	091	22,890	36,684	64,052	61,097
B. II.	Dlouhodobé závazky	092	5,452	11,297	4,931	5,253
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	093	0	0	0	0
B. II. 2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	094	0	0	0	0
B. II. 3.	Závazky - podstatný vliv	095	0	0	0	0
B. II. 4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	096	0	0	0	0
B. II. 5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	097	1,760	1,400	24	24
B. II. 6.	Vydané dluhopisy	098	0	0	0	0
B. II. 7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	099	0	0	0	0
B. II. 8.	Dohadné účty pasivní	100	0	0	0	0
B. II. 9.	Jiné závazky	101	3,692	9,897	4,907	5,229
B. II. 10.	Odložený daňový závazek	102	0	0	0	0
B. III.	Krátkodobé závazky	103	4,413,327	10,825,487	10,879,999	8,134,078
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	104	323,373	879,522	1,200,862	401,642
B. III. 2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	105	1,138,389	1,690,108	2,006,443	1,184,168
B. III. 3.	Závazky - podstatný vliv	106	0	0	0	0
B. III. 4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	107	0	2,366	2,366	0
B. III. 5.	Závazky k zaměstnancům	108	1,828	4,476	980	1,178
B. III. 6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	109	826	748	467	490
B. III. 7.	Stát - daňové závazky a dotace	110	9,921	22,059	18,379	11,511
B. III. 8.	Krátkodobé přijaté zálohy	111	2,388,426	6,738,551	6,035,118	5,264,473
B. III. 9.	Vydané dluhopisy	112	0	0	0	0
B. III. 10.	Dohadné účty pasivní	113	510,826	1,421,158	1,614,179	1,270,441
B. III. 11.	Jiné závazky	114	39,738	66,499	1,205	175
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	115	0	500,000	0	0
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	116	0	0	0	0
B. IV. 2.	Krátkodobé bankovní úvěry	117	0	500,000	0	0
B. IV. 3.	Krátkodobé finanční výpomoci	118	0	0	0	0
C. I.	Časové rozlišení	119	477	378	495	344
C. I. 1.	Výdaje příštích období	120	477	378	495	344
C. I. 2.	Výnosy příštích období	121	0	0	0	0

Příloha č.3. Výkaz zisku a ztrát

(údaje jsou v tis. Kč)

Podnik: ABC, a.s.

Označení	Položka	Vazba řádků	Číslo řádku	Rok		
				2009	2010	2011
I.	Tržby za prodej zboží		01	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží		02	0	0	0
+	Obchodní marže	(01 - 02)	03	0	0	0
II.	Výkony	(05 až 07)	04	21,359,509	20,056,250	14,404,833
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb		05	21,359,509	20,056,250	14,404,833
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti		06	0	0	0
II.3.	Aktivace		07	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba	(09 + 10)	08	20,533,016	18,798,273	13,880,863
B.1.	Spotřeba materiálu a energie		09	16,353,704	14,033,600	10,309,946
B.2.	Služby		10	4,179,312	4,764,673	3,570,917
+	Přidaná hodnota	(03+04-08)	11	826,493	1,257,977	523,970
C.	Osobní náklady	(13 až 16)	12	70,414	24,700	32,631
C.1.	Mzdové náklady		13	56,382	17,607	24,505
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva		14	1,968	1,080	1,070
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění		15	11,733	5,864	6,892
C.4.	Sociální náklady		16	331	149	164
D.	Daně a poplatky		17	8,552	10,057	9,469
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		18	50,571	39,564	28,374
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	(20 + 21)	19	33,146	61,386	52,344
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		20	33,130	61,386	52,344
III.2.	Tržby z prodeje materiálu		21	16	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	(23 + 24)	22	6,236	32,988	29,914
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		23	6,236	32,988	29,914
F.2.	Prodaný materiál		24	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období		25	156,155	199,853	-13,298
IV.	Ostatní provozní výnosy		26	43,869	58,436	61,110
H.	Ostatní provozní náklady		27	82,108	63,692	123,753
V.	Převod provozních výnosů		28	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů		29	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	A	30	529,472	1,006,945	426,581
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		31	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly		32	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	(34 až 36)	33	1,344,184	2,220,439	1,651,407
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem		34	1,344,184	2,220,439	1,651,407
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů		35	0	0	0
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		36	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku		37	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku		38	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů		39	230,037	82,335	48,685
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů		40	2,280	5,252	19,031
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)		41	0	0	0
X.	Výnosové úroky		42	1,139	403	1,608
N.	Nákladové úroky		43	86,609	33,615	20,931
XI.	Ostatní finanční výnosy		44	55,353	14,491	29,531
O.	Ostatní finanční náklady		45	257,182	76,370	15,119
XII.	Převod finančních výnosů		46	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů		47	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	B	48	1,284,642	2,202,431	1,676,150
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	(50+51)	49	23,367	181,308	93,769
Q.1.	- splatná		50	-913	210,396	89,002
Q.2.	- odložená		51	24,280	-29,088	4,767
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	(30+48-49)	52	1,790,747	3,028,068	2,008,962
XIII.	Mimořádné výnosy		53	0	0	0
R.	Mimořádné náklady		54	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	(56 + 57)	55	0	0	0
S.1.	- splatná		56	0	0	0
S.2.	- odložená		57	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	(53-54-55)	58	0	0	0
T.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům (+/-)		59	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	(52+58-59)	60	1,790,747	3,028,068	2,008,962
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	C	61	1,814,114	3,209,376	2,102,731

Příloha č.4. Výkaz o peněžních tocích

(údaje jsou v tis. Kč)

Podnik: ABC, a.s.

Položka	Rok		
	2009	2010	2011
P. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	-181,248	-135,535	-201,422
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)			
Z. Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	1,814,114	3,209,376	2,102,731
A. 1. Úpravy o nepeněžní operace	-1,266,014	-2,003,327	-1,573,848
A. 1. 1. Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	50,571	39,564	28,374
A. 1. 2. Změna stavu opravných položek, rezerv	156,155	199,853	-13,298
A. 1. 3. Zisk z prodeje stálých aktiv	-26,895	-28,398	-22,430
A. 1. 4. Výnosy z dividend a podílů na zisku	-1,344,184	-2,220,439	-1,651,407
A. 1. 5. Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a vyúčtované výnosové úroky	85,470	33,212	19,323
A. 1. 6. Změna reálné hodnoty derivátů	-227,759	-77,083	-29,654
A. 1. 7. Úpravy o ostatní nepeněžní operace	40,628	49,964	95,244
A. * Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	548,100	1,206,049	528,883
A. 2. Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	1,188,645	-645,535	72,271
A. 2. 1. Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	1,206,125	-446,533	1,993,069
A. 2. 2. Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	-17,518	-199,002	-1,920,798
A. 2. 3. Změna stavu zásob	38	0	0
A. 2. 4. Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostředků a ekvivalentů	0	0	0
A. ** Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	1,736,745	560,514	601,154
A. 3. Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-89,606	-33,499	-21,082
A. 4. Přijaté úroky	1,373	447	1,600
A. 5. Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	58,743	0	-323,995
A. 6. Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmů	0	0	0
A. 7. Přijaté dividendy a podíly na zisku	0		
A. *** Čistý peněžní tok z provozní činnosti	1,707,255	527,462	257,677
Peněžní toky z investiční činnosti			
B. 1. Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-9,419	-1,884	-3,085
B. 2. Příjmy z prodeje stálých aktiv	33,130	61,386	52,344
B. 3. Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0
B. 4. Přijaté podíly na zisku	1,124,893	1,344,184	2,220,439
B. 5. Snížení vlastního kapitálu dceřinné společnosti	0	0	5,200,000
B. *** Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	1,148,604	1,403,686	7,469,698
Peněžní toky z finanční činnosti			
C. 1. Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	-1,949,642	-206,366	-849,678
C. 2. Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	-662,657	-1,790,669	-6,853,942
C. 2. 1. Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, emisního ážia atd.	0	0	0
C. 2. 2. Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	0	0	-3,826,000
C. 2. 3. Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0
C. 2. 4. Úhrada ztráty společníky	0	0	0
C. 2. 5. Přímé platby na vrub fondů	-673	-626	-541
C. 2. 6. Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené daně	-661,984	-1,790,043	-3,027,401
C. *** Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-2,612,299	-1,997,035	-7,703,620
F. Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	243,560	-65,887	23,755
Vliv fúze	-197,847	0	0
R. Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období	-135,535	-201,422	-177,667

Příloha č.5. Vybrané nefinanční ukazatele

Podnik: ABC, a.s.

Vybrané nefinanční ukazatele			Rok			Tempo růstu	
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Zemní plyn	Prodej celkem	MWh	22,609,365	20,987,502	12,754,063	- 7.17%	- 39.23%
	- velkoodběratelé	MWh	12,756,753	9,648,275	3,353,113	- 24.37%	- 65.25%
	- maloodběratelé	MWh	3,139,874	3,498,779	2,496,452	11.43%	- 28.65%
	- domácnosti	MWh	6,712,738	7,816,648	5,856,638	16.45%	- 25.07%
	- ostatní obchodníci	MWh	0	23,800	1,047,860	x	4 302.77%
	Počet zákazníků celkem	počet	800,236	766,699	644,009	- 4.19%	- 16.00%
	- velkoodběratelé	počet	2,276	1,420	1,052	- 37.61%	- 25.92%
	- maloodběratelé	počet	52,705	49,645	41,863	- 5.81%	- 15.68%
	- domácnosti	počet	745,255	715,634	601,094	- 3.97%	- 16.01%
	Nákup zemního plynu	MWh	22,575,902	20,994,121	12,812,423	- 7.01%	- 38.97%
Elektřina	Prodej celkem	MWh	0	5,021	134,003	x	2 568.85%
	- velkoodběratelé	MWh	0	0	29,279	x	x
	- maloodběratelé	MWh	0	777	42,655	x	5 389.70%
	- domácnosti	MWh	0	4,244	62,069	x	1 362.51%
	Počet zákazníků celkem	počet	0	5,252	48,412	x	821.78%
	- velkoodběratelé	počet	0	0	34	x	x
	- maloodběratelé	počet	0	309	7,798	x	2 423.62%
	- domácnosti	počet	0	4,943	40,580	x	720.96%
	Nákup elektřiny	MWh	0	5,021	135,075	x	2 590.20%
	Průměrný přepočtený počet zaměstnanců	osob	61	29	26	- 52.46%	- 10.34%
z toho: vedoucí pracovníci	osob	3.2	1.3	1.9	- 59.38%	46.15%	
- počet pracovníků s VŠ vzděláním	%	57%	60%	56%	5.26%	- 6.67%	
- počet pracovníků s SŠ vzděláním	%	43%	40%	44%	- 6.98%	10.00%	
Počet emitovaných akcií	počet	1,031,131	1,031,131	1,031,131	0.00%	0.00%	

Příloha č.6. Vybrané finanční ukazatele

Podnik: ABC, a.s.

Vybrané finanční ukazatele			Rok			Tempo růstu	
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10
EAT	Zisk po zdanění (EAT)	tis.Kč	1,790,747	3,028,068	2,008,962	69.10%	-33.66%
	v tom: převod zisku z dceřinné spol.	tis.Kč	1,344,184	2,220,439	1,651,407	65.19%	-25.63%
	podíl zisku z dceřinné spol. na celk.zisku	%	75.1%	73.3%	82.2%	-2.31%	12.10%
Dividendy	Nerozdělený zisk k 1.1.	tis.Kč	890,083	1,849,173	1,849,877	107.75%	0.04%
	Vliv fúze	tis.Kč	1,170,496	0	0	-100.00%	x
	Zisk předcházejícího roku	tis.Kč	449,890	1,790,747	3,028,068	298.04%	69.10%
	Vyplacená dividenda	tis.Kč	-661,296	-1,790,043	-3,027,401	170.69%	69.12%
	Výplata fondů ze zisku	tis.Kč	0	0	-1,850,000	x	x
	Promlčené dividendy	tis.Kč	0	0	2,363	x	x
	Nerozdělený zisk k 31.12.	tis.Kč	1,849,173	1,849,877	2,907	0.04%	-99.84%
Ostatní	Průměrná měsíční mzda	Kč/prac	77,025	50,595	78,542	-34.31%	55.24%
	Změna reálné hodnoty derivátů	tis.Kč	227,757	77,083	29,654	-66.16%	-61.53%
	- výnosy z přecenění	tis.Kč	230,037	82,335	48,685	-64.21%	-40.87%
	- náklady přecenění	tis.Kč	-2,280	-5,252	-19,031	130.35%	262.36%
	Δ opravných položek k pohledávkám	tis.Kč	78,598	62,106	-12,443	-20.98%	-120.04%
	Δ opravných položek k DHIM	tis.Kč	97,328	110,380	2,100	13.41%	-98.10%
	Půjčka Cash-Poolingu - zůstatek k 31.12.	tis.Kč	1,500,000	1,800,000	950,000	20.00%	-47.22%
	Realizované zisky z derivátů	tis.Kč	45,007	11,541	28,236	-74.36%	144.66%
	Realizované ztráty z derivátů	tis.Kč	-237,792	-66,499	-8,892	-72.03%	-86.63%
	Daň z příjmu - splatná	tis.Kč	0	210,396	83,401	x	-60.36%
	Daň z příjmu - odložená	tis.Kč	24,280	-29,088	4,767	-219.80%	-116.39%
	Úpravy daně v průběhu roku	tis.Kč	-913	0	5,601	x	x
	Daň z příjmu celkem	tis.Kč	23,367	181,308	93,769	675.91%	-48.28%
Investice do dlouhodobého majetku	tis.Kč	8,156	1,884	3,085	-76.90%	63.75%	

Příloha č.7. Analýza tvorby zisku

Podnik: ABC, a.s.

Analýza tvorby zisku	Rok			Tempo růstu	
	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Výnosy	23,067,237	22,493,740	16,249,518	-2.49%	-27.76%
- provozní náklady	-21,115,943	-19,211,185	-14,097,482	-9.02%	-26.62%
EBITDA	1,951,294	3,282,555	2,152,036	68.22%	-34.44%
- odpisy	-50,571	-39,564	-28,374	-21.77%	-28.28%
EBIT	1,900,723	3,242,991	2,123,662	70.62%	-34.52%
- nákladové úroky	-86,609	-33,615	-20,931	-61.19%	-37.73%
EBT	1,814,114	3,209,376	2,102,731	76.91%	-34.48%
- daň z příjmu	-23,367	-181,308	-93,769	675.91%	-48.28%
EAT	1,790,747	3,028,068	2,008,962	69.10%	-33.66%
Efektivní daň z příjmu	1.29%	5.65%	4.46%	338.59%	-21.06%
Sazba daně z příjmu (t)	20.00%	19.00%	19.00%	-5.00%	0.00%
EBIT - provozní (A)	556,539	1,022,552	472,255	83.73%	-53.82%
EBIT - převod zisku (B)	1,344,184	2,220,439	1,651,407	65.19%	-25.63%
NOPAT [= A*(1-t) + B]	1,789,415	2,626,823	1,720,166	46.80%	-34.52%

Vertikální analýza tvorby zisku	Rok			Tempo růstu	
	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Výnosy	100.0%	100.0%	100.0%	0.00%	0.00%
- provozní náklady	-91.5%	-85.4%	-86.8%	-6.70%	1.58%
EBITDA	8.5%	14.6%	13.2%	72.51%	-9.25%
- odpisy	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-19.77%	-0.72%
EBIT	8.2%	14.4%	13.1%	74.97%	-9.35%
- nákladové úroky	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-60.20%	-13.81%
EBT	7.9%	14.3%	12.9%	81.42%	-9.30%
- daň z příjmu	-0.1%	-0.8%	-0.6%	695.70%	-28.41%
EAT	7.8%	13.5%	12.4%	73.41%	-8.16%

Příloha č.8. Analýza výnosů a nákladů

(údaje jsou v tis. Kč)

Podnik: ABC, a.s.

Výnosy a náklady	ř.	Rok			Tempo růstu	
		2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Výnosy		23,067,237	22,493,740	16,249,518	- 2.49%	- 27.76%
Tržby za prodej zboží	01	0	0	0	x	x
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	21,359,509	20,056,250	14,404,833	- 6.10%	- 28.18%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	0	0	0	x	x
Aktivace	07	0	0	0	x	x
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	33,130	61,386	52,344	85.29%	- 14.73%
Tržby z prodeje materiálu	21	16	0	0	- 100.00%	x
Ostatní provozní výnosy	26	43,869	58,436	61,110	33.21%	4.58%
Převod provozních výnosů	28	0	0	0	x	x
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	0	0	0	x	x
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách	34	1,344,184	2,220,439	1,651,407	65.19%	- 25.63%
Výnosy z ost. dlouhodobých cenných papírů a podílů	35	0	0	0	x	x
Výnosy z ost. dlouhodobého finančního majetku	36	0	0	0	x	x
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37	0	0	0	x	x
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	230,037	82,335	48,685	- 64.21%	- 40.87%
Výnosové úroky	42	1,139	403	1,608	- 64.62%	299.01%
Ostatní finanční výnosy	44	55,353	14,491	29,531	- 73.82%	103.79%
Převod finančních výnosů	46	0	0	0	x	x
Mimořádné výnosy	53	0	0	0	x	x
Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59	0	0	0	x	x
Provozní náklady		21,115,943	19,211,185	14,097,482	- 9.02%	- 26.62%
Náklady vynaložené na prodané zboží	02	0	0	0	x	x
Spotřeba materiálu a energie	09	16,353,704	14,033,600	10,309,946	- 14.19%	- 26.53%
Služby	10	4,179,312	4,764,673	3,570,917	14.01%	- 25.05%
Mzdové náklady	13	56,382	17,607	24,505	- 68.77%	39.18%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	1,968	1,080	1,070	- 45.12%	- 0.93%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	11,733	5,864	6,892	- 50.02%	17.53%
Sociální náklady	16	331	149	164	- 54.98%	10.07%
Daně a poplatky	17	8,552	10,057	9,469	17.60%	- 5.85%
Zúst. cena prodaného dlouhodobého majetku	23	6,236	32,988	29,914	428.99%	- 9.32%
Prodaný materiál	24	0	0	0	x	x
Změna stavu rezerv a opr. položek v prov. oblasti	25	156,155	199,853	-13,298	27.98%	- 106.65%
Ostatní provozní náklady	27	82,108	63,692	123,753	- 22.43%	94.30%
Převod provozních nákladů	29	0	0	0	x	x
Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0	0	x	x
Náklady z finančního majetku	38	0	0	0	x	x
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	2,280	5,252	19,031	130.35%	262.36%
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41	0	0	0	x	x
Ostatní finanční náklady	45	257,182	76,370	15,119	- 70.31%	- 80.20%
Převod finančních nákladů	47	0	0	0	x	x
Mimořádné náklady	54	0	0	0	x	x
EBITDA		1,951,294	3,282,555	2,152,036	68.22%	- 34.44%
Odpisy nehmotného a hmotného majetku	18	50,571	39,564	28,374	- 21.77%	- 28.28%
EBIT		1,900,723	3,242,991	2,123,662	70.62%	- 34.52%
Nákladové úroky	43	86,609	33,615	20,931	- 61.19%	- 37.73%
EBT		1,814,114	3,209,376	2,102,731	76.91%	- 34.48%
Daň z příjmu splatná (běžná + mimořádná)	50+56	-913	210,396	89,002	-23 144.47%	- 57.70%
Daň z příjmu odložená (běžná + mimořádná)	51+57	24,280	-29,088	4,767	- 219.80%	- 116.39%
EAT		1,790,747	3,028,068	2,008,962	69.10%	- 33.66%

Příloha č.9. Analýza tvorby EBITDA

Podnik: ABC, a.s.

Analýza tvorby EBITDA	Rok			Tempo růstu	
	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Krycí příspěvek z prodeje zemního plynu	1,178,000	1,589,200	878,825	34.91%	- 44.70%
Krycí příspěvek z prodeje elektřiny	0	-561	10,430	x	-1 959.18%
Ostatní tržby	10,018	11,603	7,247	15.82%	- 37.54%
Tržby za služby ve skupině	68,153	60,318	54,527	- 11.50%	- 9.60%
Zisk z prodeje majetku a materiálu	26,910	28,398	22,430	5.53%	- 21.02%
Saldo ostatních výnosů a nákladů	-38,239	-5,256	-62,643	- 86.25%	1 091.84%
Převod zisku z dceřinné společnosti	1,344,184	2,220,439	1,651,407	65.19%	- 25.63%
Saldo z přecenění cenných papírů a derivátů	227,757	77,083	29,654	- 66.16%	- 61.53%
Saldo ostatních finančních výnosů a nákladů	-201,829	-61,879	14,412	- 69.34%	- 123.29%
Spotřeba materiálu a energie	-22,795	-17,953	-18,172	- 21.24%	1.22%
Ostatní služby	-406,883	-384,630	-408,887	- 5.47%	6.31%
Osobní náklady	-70,414	-24,700	-32,631	- 64.92%	32.11%
Daně a poplatky	-8,552	-10,057	-9,469	17.60%	- 5.85%
Změna stavu rezerv a opravných položek	-156,155	-199,853	13,298	27.98%	- 106.65%
Výnosové úroky	1,139	403	1,608	- 64.62%	299.01%
EBITDA	1,951,294	3,282,555	2,152,036	68.22%	-34.44%
z toho: EBITDA - provozní	607,110	1,062,116	500,629	74.95%	- 52.86%
EBITDA - převod zisku	1,344,184	2,220,439	1,651,407	65.19%	- 25.63%

Příloha č.10. - Analýza krycích příspěvků

Podnik: ABC, a.s.

Vstupní data			Rok			Tempo růstu		
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10	
Tržby z prod. vl. výrobků a služeb	Zemní plyn	Prodej a distribuce celkem	tis.Kč	21,281,338	19,970,470	13,906,303	-6.16%	-30.37%
		- velkoodběratelé	tis.Kč	10,135,042	7,796,050	3,072,826	-23.08%	-60.58%
		- maloodběratelé	tis.Kč	3,332,927	3,491,484	2,828,470	4.76%	-18.99%
		- domácnosti	tis.Kč	7,813,369	8,667,048	7,419,061	10.93%	-14.40%
		- ostatní obchodníci	tis.Kč	0	15,888	585,946	x	3587.98%
	Elektrina	Prodej a distribuce celkem	tis.Kč	0	13,859	436,756	x	3051.43%
		- velkoodběratelé	tis.Kč	0	0	69,237	x	x
		- maloodběratelé	tis.Kč	0	2,560	155,560	x	5976.56%
		- domácnosti	tis.Kč	0	11,299	211,959	x	1775.91%
	Ostatní tržby		tis.Kč	10,018	11,603	7,247	15.82%	-37.54%
Tržby za služby ve skupině		tis.Kč	68,153	60,318	54,527		-9.60%	
Celkem		tis.Kč	21,359,509	20,056,250	14,404,833	-6.10%	-28.18%	
Výkonová spotřeba	Plyn	Nákup a distribuce celkem	tis.Kč	20,103,338	18,381,270	13,027,478	-8.57%	-29.13%
		- nákup	tis.Kč	16,330,909	14,001,227	10,102,561	-14.27%	-27.85%
		- distribuce	tis.Kč	3,772,429	4,380,043	2,924,917	16.11%	-33.22%
	Elektr.	Nákup a distribuce celkem	tis.Kč	0	14,420	426,326	x	2856.49%
		- nákup	tis.Kč	0	6,846	189,213	x	2663.85%
		- distribuce	tis.Kč	0	7,574	237,113	x	3030.62%
	Spotřeba materiálu a energie		tis.Kč	22,795	17,953	18,172	-21.24%	1.22%
	Ostatní služby		tis.Kč	406,883	384,630	408,887	-5.47%	6.31%
	Celkem		tis.Kč	20,533,016	18,798,273	13,880,863	-8.45%	-26.16%

Analýza krycích příspěvků			Rok			Tempo růstu		
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10	
Zemní plyn	Struktura prodeje	Prodej celkem	MWh	22,609,365	20,987,502	12,754,063	-7.17%	-39.23%
		Prodej celkem	%	100.00%	100.00%	100.00%	x	x
		- velkoodběratelé	%	56.42%	45.97%	26.29%	-18.52%	-42.81%
		- maloodběratelé	%	13.89%	16.67%	19.57%	20.04%	17.41%
		- domácnosti	%	29.69%	37.24%	45.92%	25.44%	23.29%
	- ostatní obchodníci	%	0.00%	0.11%	8.22%	x	7 145.00%	
	Průměrné ceny	Průměrná prodejní cena celkem	Kč/MWh	941.26	951.54	1,090.34	1.09%	14.59%
		- velkoodběratelé	Kč/MWh	794.48	808.03	916.41	1.70%	13.41%
		- maloodběratelé	Kč/MWh	1,061.48	997.91	1,133.00	-5.99%	13.54%
		- domácnosti	Kč/MWh	1,163.96	1,108.79	1,266.78	-4.74%	14.25%
- ostatní obchodníci		Kč/MWh	x	667.56	559.18	x	-16.24%	
Průměrná nákupní cena komodity	Kč/MWh	723.38	666.91	788.50	-7.81%	18.23%		
KP celkem	Krycí příspěvek (KP)	tis.Kč	1,178,000	1,589,200	878,825	34.91%	-44.70%	
	Contribution Margin (KP _%)	%	5.54%	7.96%	6.32%	43.76%	-20.59%	
	Průměrná prodejní cena	Kč/MWh	941.26	951.54	1,090.34	1.09%	14.59%	
	Měrná Contribution Margin (MKP _%)	Kč/MWh	52.10	75.72	68.91	45.33%	-9.00%	
Elektrina	Struktura prodeje	Prodej celkem	MWh	0	5,021	134,003	x	2568.85%
		Prodej celkem	%	x	100.00%	100.00%	x	x
		- velkoodběratelé	%	x	0.00%	21.85%	x	x
		- maloodběratelé	%	x	15.48%	31.83%	x	105.70%
		- domácnosti	%	x	84.52%	46.32%	x	-45.20%
	Ø prodejní ceny	Průměrná prodejní cena celkem	Kč/MWh	x	2,760.21	3,181.47	x	15.26%
		- velkoodběratelé	Kč/MWh	x	x	2,364.73	x	x
		- maloodběratelé	Kč/MWh	x	3,294.72	3,646.93	x	10.69%
		- domácnosti	Kč/MWh	x	2,662.35	3,414.89	x	28.27%
	KP celkem	Krycí příspěvek (KP)	tis.Kč	x	-561	10,430	x	-1 959.18%
Contribution Margin (KP _%)		%	x	-3.89%	2.45%	x	-162.88%	
Průměrná prodejní cena		Kč/MWh	x	2,760.21	3,181.47	x	15.26%	
Měrná Contribution Margin (MKP _%)		Kč/MWh	x	-107.38	77.83	x	-172.48%	

Příloha č.11. - Analýza rozvahy

Podnik: ABC, a.s.

	Rok				Tempo růstu		
	2008	2009	2010	2011	2009/08	2010/09	2011/10
Aktiva celkem	8,677,766	22,658,928	23,682,354	15,880,636	161.11%	4.52%	-32.94%
Dlouhodobý majetek	4,805,116	12,975,499	12,794,450	7,537,148	170.04%	-1.40%	-41.09%
Nehmotný majetek	1,617	1,436	764	402	-11.19%	-46.80%	-47.38%
Hmotný majetek	269,013	612,281	431,904	374,964	127.60%	-29.46%	-13.18%
Finanční majetek	4,534,486	12,361,782	12,361,782	7,161,782	172.62%	0.00%	-42.07%
Oběžná aktiva	3,872,526	9,683,208	10,887,802	8,343,449	150.05%	12.44%	-23.37%
Zásoby	38	0	0	0	-100.00%	x	x
Dlouhodobé pohledávky	21,470	54,675	83,828	79,541	154.66%	53.32%	-5.11%
Krátkodobé pohledávky	3,843,877	9,625,326	10,801,680	8,259,368	150.41%	12.22%	-23.54%
Krátkodobý finanční majetek	7,141	3,207	2,294	4,540	-55.09%	-28.47%	97.91%
Časové rozlišení	124	221	102	39	78.23%	-53.85%	-61.76%
Pasiva celkem	8,677,766	22,658,928	23,682,354	15,880,636	161.11%	4.52%	-32.94%
Vlastní kapitál	4,235,620	11,285,082	12,522,481	7,679,864	166.43%	10.96%	-38.67%
Základní kapitál	1,031,131	1,031,131	1,031,131	1,031,131	0.00%	0.00%	0.00%
Kapitálové fondy	1,350,262	2,692,818	2,692,818	2,692,818	99.43%	0.00%	0.00%
Rezerní a ostatní fondy	514,254	3,921,213	3,920,587	1,944,046	662.51%	-0.02%	-50.41%
Nerozdělený zisk	890,083	1,849,173	1,849,877	2,907	107.75%	0.04%	-99.84%
Zisk běžného roku	449,890	1,790,747	3,028,068	2,008,962	298.04%	69.10%	-33.66%
Cizí zdroje	4,441,669	11,373,468	11,159,378	8,200,428	156.06%	-1.88%	-26.52%
Rezervy	22,890	36,684	274,448	61,097	60.26%	648.14%	-77.74%
Dlouhodobé závazky	5,452	11,297	4,931	5,253	107.21%	-56.35%	6.53%
Krátkodobé závazky	4,413,327	10,825,487	10,879,999	8,134,078	145.29%	0.50%	-25.24%
Bankovní úvěry a výpomoci	0	500,000	0	0	x	-100.00%	x
Časové rozlišení	477	378	495	344	-20.75%	30.95%	-30.51%
	kontrola (=0)	0	0	0	0		

	Rok				Tempo růstu		
	2008	2009	2010	2011	2009/08	2010/09	2011/10
Aktiva celkem	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00%	0.00%	0.00%
Dlouhodobý majetek	55.4%	57.3%	54.0%	47.5%	3.42%	-5.66%	-12.15%
Nehmotný majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-65.99%	-49.10%	-21.53%
Hmotný majetek	3.1%	2.7%	1.8%	2.4%	-12.83%	-32.51%	29.47%
Finanční majetek	52.3%	54.6%	52.2%	45.1%	4.41%	-4.32%	-13.60%
Oběžná aktiva	44.6%	42.7%	46.0%	52.5%	-4.24%	7.58%	14.28%
Zásoby	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-100.00%	x	x
Dlouhodobé pohledávky	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	-2.47%	46.69%	41.50%
Krátkodobé pohledávky	44.3%	42.5%	45.6%	52.0%	-4.10%	7.37%	14.03%
Krátkodobý finanční majetek	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-82.80%	-31.56%	195.13%
Časové rozlišení	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-31.74%	-55.84%	-42.98%
Pasiva celkem	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00%	0.00%	0.00%
Vlastní kapitál	48.8%	49.8%	52.9%	48.4%	2.04%	6.17%	-8.54%
Základní kapitál	11.9%	4.6%	4.4%	6.5%	-61.70%	-4.32%	49.13%
Kapitálové fondy	15.6%	11.9%	11.4%	17.0%	-23.62%	-4.32%	49.13%
Rezerní a ostatní fondy	5.9%	17.3%	16.6%	12.2%	192.02%	-4.34%	-26.05%
Nerozdělený zisk	10.3%	8.2%	7.8%	0.0%	-20.44%	-4.29%	-99.77%
Zisk běžného roku	5.2%	7.9%	12.8%	12.7%	52.44%	61.79%	-1.06%
Cizí zdroje	51.2%	50.2%	47.1%	51.6%	-1.93%	-6.12%	9.59%
Rezervy	0.3%	0.2%	1.2%	0.4%	-38.62%	615.81%	-66.80%
Dlouhodobé závazky	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-20.64%	-58.24%	58.87%
Krátkodobé závazky	50.9%	47.8%	45.9%	51.2%	-6.06%	-3.84%	11.49%
Bankovní úvěry a výpomoci	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%	x	-100.00%	x
Časové rozlišení	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-69.65%	25.29%	3.64%

Příloha č.12. - Analýza Cash Pooling a Free Cash Flow

Podnik: ABC, a.s.

Cash Pooling					
	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Peníze	0	27	30	x	11.11%
Účty v bankách	3,207	2,267	4,510	-29.31%	98.94%
Pohledávka z cash-pooling	0	2,727	51,961	x	1805.43%
Závazek z cash-pooling	-138,742	-206,443	-234,168	48.80%	13.43%
Peníze a peněžní ekvivalenty	-135,535	-201,422	-177,667	48.61%	-11.79%

Výpočet FCFF a FCFE					
	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
NOPAT	1,789,415	2,626,823	1,720,166	46.80%	-34.52%
Odpisy	50,571	39,564	28,374	-21.77%	-28.28%
Investice	-8,156	-1,884	-3,085	-76.90%	63.75%
Změna stavu čistého pracovního kapitálu	601,478	-1,150,082	-201,568	-291.21%	-82.47%
FCFF	2,433,308	1,514,421	1,543,887	-37.76%	1.95%
Splátky bankovních úvěrů	0	-500,000	0	x	-100.00%
FCFE	2,433,308	1,014,421	1,543,887	-58.31%	52.19%

Příloha č.13. - Analýza pracovního kapitálu

Podnik: ABC, a.s.

	Rok			Tempo růstu		
	2008	2009	2010	2009/08	2010/09	2011/10
Čistý pracovní kapitál						
Oběžná aktiva	3,872,526	9,683,208	10,887,802	150.05%	12.44%	-23.37%
Krátkodobé závazky	4,413,327	10,825,487	10,879,999	145.29%	0.50%	-25.24%
Čistý pracovní kapitál (NWC)	-540,801	-1,142,279	7,803	111.22%	-100.68%	2583.21%
Zm.stavu NWC	x	-601,478	1,150,082	x	-291.21%	-82.47%

Příloha č.14. - Poměrové ukazatele

Podnik: ABC, a.s.

Ukazatele likvidity			Rok			Tempo růstu	
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Vstupy	OA - Oběžná aktiva	tis.Kč	9,683,208	10,887,802	8,343,449	12.44%	-23.37%
	ZAS - Zásoby	tis.Kč	0	0	0	x	x
	KFM - Krátkodobý finanční majetek	tis.Kč	3,207	2,294	4,540	-28.47%	97.91%
	KZ - Krátkodobé závazky	tis.Kč	10,825,487	10,879,999	8,134,078	0.50%	-25.24%
	KBU - Krátk. bank.úvěry a výpomoci	tis.Kč	500,000	0	0	-100.00%	x
PU	Běžná likvidita	1	0.8945	1.0007	1.0257	11.88%	2.50%
	Rychlá likvidita	1	0.8945	1.0007	1.0257	11.88%	2.50%
	Okamžitá likvidita	1	0.0003	0.0002	0.0006	-25.54%	164.72%

Ukazatele aktivity			Rok			Tempo růstu	
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Vstupy	A - aktiva celkem (Ø)	tis.Kč	15,668,347	23,170,641	19,781,495	47.88%	-14.63%
	FA - stálá aktiva (Ø)	tis.Kč	8,890,308	12,884,975	10,165,799	44.93%	-21.10%
	ZAS - Zásoby (Ø)	tis.Kč	19	0	0	-100.00%	x
	POHL - pohledávky z obch.vztahů (Ø)	tis.Kč	192,841	272,793	213,434	41.46%	-21.76%
	ZAV - závazky z obch.vztahů (Ø)	tis.Kč	601,448	1,040,192	801,252	72.95%	-22.97%
	T - tržby za vlastní výrobky a služby	tis.Kč	21,359,509	20,056,250	14,404,833	-6.10%	-28.18%
PU	Obrat zásob	1	x	x	x	x	x
	Průměrná doba inkasa	den	3.25	4.90	5.33	50.65%	8.94%
	Doba obratu závazků	den	10.14	18.67	20.02	84.19%	7.25%
	Obrat stálých aktiv	1	2.40	1.56	1.42	-35.21%	-8.97%
	Obrat celkových aktiv	1	1.36	0.87	0.73	-36.50%	-15.87%

Ukazatele zadluženosti			Rok			Tempo růstu	
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Vstupy	A - aktiva celkem	tis.Kč	22,658,928	23,682,354	15,880,636	4.52%	-32.94%
	E - vlastní kapitál	tis.Kč	11,285,082	12,522,481	7,679,864	10.96%	-38.67%
	CZ - cizí zdroje	tis.Kč	11,373,468	11,159,378	8,200,428	-1.88%	-26.52%
	EBIT	tis.Kč	1,900,723	3,242,991	2,123,662	70.62%	-34.52%
	U - nákladové úroky	tis.Kč	86,609	33,615	20,931	-61.19%	-37.73%
PU	Zadluženost	1	0.50	0.47	0.52	-6.12%	9.59%
	Debt to Equity Ratio	1	0.99	1.12	0.94	13.09%	-16.54%
	Úrokové krytí	1	21.95	96.47	101.46	339.60%	5.17%

Ukazatele rentability			Rok			Tempo růstu	
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Vstupy	A - aktiva celkem (Ø)	tis.Kč	15,668,347	23,170,641	19,781,495	47.88%	-14.63%
	FA - stálá aktiva (Ø)	tis.Kč	8,890,308	12,884,975	10,165,799	44.93%	-21.10%
	E - vlastní kapitál (Ø)	tis.Kč	7,760,351	11,903,782	10,101,173	53.39%	-15.14%
	DD - dlouhodobé dluhy (Ø)	tis.Kč	0	0	0	x	x
	T - tržby	tis.Kč	23,067,237	22,493,740	16,249,518	-2.49%	-27.76%
	EBIT	tis.Kč	1,900,723	3,242,991	2,123,662	70.62%	-34.52%
	NOPAT	tis.Kč	1,789,415	2,626,823	1,720,166	46.80%	-34.52%
	EAT - zisk po zdanění	tis.Kč	1,790,747	3,028,068	2,008,962	69.10%	-33.66%
	NWC - čistý pracovní kapitál (Ø)	tis.Kč	-841,540	-567,238	108,587	-32.60%	-119.14%
PU	Rentabilita tržeb	%	7.76%	13.46%	12.36%	73.41%	-8.16%
	Produkční síla	%	12.13%	14.00%	10.74%	15.38%	-23.30%
	ROA	%	11.43%	13.07%	10.16%	14.34%	-22.29%
	ROCE	%	23.08%	25.44%	19.89%	10.24%	-21.82%
	RONA	%	22.23%	21.33%	16.74%	-4.08%	-21.49%
	ROE	%	23.08%	25.44%	19.89%	10.24%	-21.82%
	ROIC	%	23.06%	22.07%	17.03%	-4.30%	-22.83%

Ukazatele tržní hodnoty			Rok			Tempo růstu	
			2009	2010	2011	2010/09	2011/10
Vstupy	E - vlastní kapitál	tis.Kč	11,285,082	12,522,481	7,679,864	10.96%	-38.67%
	p - počet emitovaných akcií	ks	1,031,131	1,031,131	1,031,131	0.00%	0.00%
	EAT	tis.Kč	1,790,747	3,028,068	2,008,962	69.10%	-33.66%
	D - dividenda na akcii	Kč/akcie	641.33	1,736.00	2,936.00	170.69%	69.12%
PU	Účetní hodnota akcie	Kč/akcie	10,944.37	12,144.41	7,448.00	10.96%	-38.67%
	EPS - čistý zisk na akcii	Kč/akcie	1,736.68	2,936.65	1,948.31	69.10%	-33.66%
	Výplatní poměr	%	36.93%	59.12%	150.69%	60.08%	154.92%

Příloha č.15. Výpočet EVA

Podnik: ABC, a.s.

Vstupní údaje pro výpočet	Rok			Tempo růstu	
	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
E - Equity	11,285,082	12,522,481	7,679,864	10.96%	-38.67%
E - Equity - Průměr	x	11,903,782	10,101,173	x	-15.14%
Závazek z v cash.pooling	138,742	206,443	234,168	48.80%	13.43%
Bankovní úvěry a výpomoci	0	500,000	0	x	-100.00%
D - Úplatný cizí kapitál	138,742	706,443	234,168	409.18%	-66.85%
D - úplatný cizí kapitál - průměr	x	422,593	470,306	x	11.29%
NOA	22,658,928	23,682,354	15,880,636	4.52%	-32.94%
NOPAT	1,789,415	2,626,823	1,720,166		
Zisk z prodeje majetku	26,894	28,398	22,430		
NOPAT	1,762,521	2,598,425	1,697,736	47.43%	-34.66%
Nákladové úroky	86,609	33,615	20,931	-61.19%	-37.73%
Rd (nákladové úroky/D)	x	7.95%	4.45%	x	-44.05%
Re alt.náklad vlastního kapitálu	x	11.00%	11.00%	x	0.00%
Sazba daně z příjmu (t)	20.00%	19.00%	19.00%	-5.00%	0.00%

Výpočet WACC (3-8)	Rok			Tempo růstu	
	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
(1- t)	80.0%	81.0%	81.0%	1.25%	0.00%
D / (D+E)	x	3.4%	4.4%	x	29.77%
Rd x (1-t) x D/(D+E)	x	0.22%	0.16%	x	-27.40%
E / (D+E)	x	96.6%	95.6%	x	-1.06%
Re x E / (D+E)	x	10.62%	10.51%	x	-1.06%
WACC	x	10.84%	10.67%	x	-1.59%

Výpočet EVA	Rok			Tempo růstu	
	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
EVAentity (3-13)	x	30,364	3,113	x	-89.75%
NOPAT	x	2,598,425	1,697,736	x	-34.66%
WACC x NOA	x	2,568,061	1,694,624	x	-34.01%
EVAequity (3-14)	x	1,718,652	897,833	x	-47.76%
EAT	x	3,028,068	2,008,962	x	-33.66%
Re x E	x	1,309,416	1,111,129	x	
Spread = EVAequity/ E	x	14.44%	8.89%	x	-38.44%

Příloha č.16. Analýza vývoje ROE v letech 2010 - 2011

Podnik: ABC, a.s.

		ROE	
	2010	2011	
	25.44%	19.89%	
	-5.55%		
	-21.82%		
		ROA	
	13.07%	10.16%	
	-5.69%		
	-22.35%		
		EAT / T (rentabilita tržeb)	
	13.46%	12.36%	
	-1.92%		
	-7.55%		
		EBT/EBIT	
	94.35%	99.01%	
	0.28%	0.01%	
	1.11%	0.05%	
Daňová redukce		Úroková redukce	
		EBIT/T	
	14.42%	13.07%	
	-2.21%		
	-8.70%		
Ziskové rozpětí		Obrat aktiv	
		T/A	
	0.971	0.821	
	-3.77%		
	-14.81%		
		A / E	
	1.946	1.958	
	0.14%		
	0.54%		
Finanční páka			

Příloha č.17. BSC - návrh strategické mapy

Podnik: ABC, a.s.

