



Použití ukazatele EVA v konkrétním podniku

Use of EVA indicator in a concrete enterprise

Lenka Zemánková, Markéta Kruntorádová, Štěpánka Boušková

Abstract

Purpose of the article This article is an illustrative case study describing usage of EVA indicator in chosen specific company. Key part of the article deals with application of EVA indicator in company. It consists of procedure how to adjust accounting data into required form and determine weight costs of capital. Then there is calculation of EVA indicator and other indicators based on it. Last part is comparison of results.

Methodology/methods The basic method is case study. Its aim is to demonstrate good understanding or causation explanation of particular example. It takes into account the overall context of the problem.

Scientific aim The objective of the article is to come near to theoretical economic procedures and highlight the problematic areas within the practical application of EVA indicator in the business. Next aim is to emphasize the importance of EVA indicator.

Findings This article illustrates some problematic issues that companies may face while calculating EVA indicator. Czech accounting standards do not correspond with international accounting standard methodology known as IFRS for compiling statements. First difficult area was conversion of assets into net operating assets NOA. Then operating profit is modified in respect of so-called unusual costs and revenues. The next issue in calculation of EVA indicator is stating average weight costs on capital. The last area of problems is the time flow of leasing contracts, value of liabilities arising from them and assessing the lifetime of leased property.

Conclusions The article empirically examined the effectiveness of EVA indicator with regard to its relation to the accounting performance indicators. It was proved that although the company reported financial health within the frame of financial analysis, it gave owners only slightly increasing economic value added. The article points out the need of use of EVA indicator in corporate practice.

Key words: Case Study, Economic Value Added, Net Operating Profit After Tax, Net Operating Actives, Vallue spred, Return on sales

JEL Classification: M21

Úvod

Pojem EVA (Economic Value Added), tedy ekonomická přidaná hodnota, se v posledních letech stále více skloňuje jak v ekonomické teorii, tak v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou.

Autoři této metody, Američané Steward a Stern, ji zpracovali v roce 1991, ale o konkrétní zpracování myšlenky mnohem starší. V praxi se setkáváme s problémem, že je třeba rozlišovat mezi ziskem, který vykazuje účetnictví tj. účetním ziskem a tzv. ekonomickým ziskem. Rozdíl spočívá v tom, že ekonomický zisk na rozdíl od zisku účetního zahrnuje i náklady kapitálu, zejména náklady vlastního kapitálu.

Tradičně řízené podniky jsou vedeny na základě kombinace strategických a finančních cílů, kde strategie zahrnuje snahu o zvětšování výrobních kapacit, zvýšení tržního podílu, rozvoj nových výrobků a technologií. Naproti tomu finanční cíle jsou doposud formulovány a sledovány pomocí finančních ukazatelů, vycházejících z finančních výkazů podniku. Problém spočívá v tom, že účetní hospodářský výsledek a ukazatele odvozené z účetních výkazů nedostatečně korelují s tvorbou akcionářské hodnoty. Jinými slovy vyšší hospodářský výsledek nemusí znamenat vyšší hodnotu akcií na kapitálovém trhu.

Problematika hodnocení výkonnosti podniků pomocí údajů z finančních výkazů dále vychází z toho, že hospodářský výsledek lze ovlivnit i pomocí legálních postupů a zejména z faktu, že účetní výkazy nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko a jsou tak odtrženy od pohledu investorů.

Ukazatel EVA vznikl jako reakce trhu na potřebu najít ukazatel, který by vykazoval co nejužší vazbu na hodnotu akcií a umožňoval využití informací poskytovaných účetnictvím (tím se zajistí snížení pracnosti a výpočtu a zvýší se komunikativnost s dosavadní praxí). Další předností tohoto ukazatele je skutečnost, že bere v úvahu riziko a výši vázaného kapitálu a v neposlední řadě umožňuje ocenění výkonnosti a zároveň hodnocení podniků.

V tomto článku je aplikována metoda EVA na podnik Esika, s.r.o. Ukazatel EVA byl vypočítán pro roky 2002, 2003 a 2004 životního cyklu podniku. Tato časová struktura byla vybrána ze dvou důvodů. Vzhledem k

tomu, že nyní již jsou k dispozici informace o dalším průběhu života podniku, lze provést zhodnocení, zda výsledky ukazatele měly vypovídací hodnotu o budoucím vývoji podniku. Ve sledovaném období navíc bude výpočet ukazatele nejzajímavější z toho důvodu, že v letech 2002 až 2004 je v podniku nejvíce faktorů vstupujících do výpočtu ukazatele EVA.

1 Výpočet ukazatele EVA

Základní výpočet ukazatele EVA vychází z výpočtu zisku. Podobně jako zisk lze vypočítat jako rozdíl mezi tržbami a náklady podniku, EVA je chápána jako čistý výnos z provozní činnosti snížený o náklady kapitálu. Základní podobu vzorce představuje následující vztah:

$$EVA = NOPAT - C * WACC \quad (1)$$

kde:

EVA - ekonomická přidaná hodnota

NOPAT (Net Operating Profit after Taxes) - zisk z operační činnosti¹ podniku po zdanění,

C - kapitál vázaný v aktivech, který slouží k provozní činnosti podniku,

WACC (Weighted Average Cost of Capital) - průměrné vážené náklady kapitálu, vypočtené dle následujícího vzorce:

$$WACC = r_E \cdot \frac{E}{E + D} + r_D \cdot \frac{D}{E + D} \quad (2)$$

kde:

E (Equity) je hodnota vlastního kapitálu,

D (Debt) je hodnota cizího (úročeného) kapitálu,

r_E jsou náklady na vlastní kapitál,

r_D jsou náklady na cizí kapitál. (Kislingerová, 2001)

Je-li hodnota ukazatele EVA kladná, byla vytvořena přidaná hodnota pro majitele podniku. Tzn., že výnosy podniky pokryly odměnu investorů (vlastníků a věřitelů) za podstoupené riziko a ještě pro vlastníky zbylo něco navíc, byla tedy vytvořena nová hodnota.

Pokud je hodnota záporná, pak dochází k úbytku hodnoty, tzn., nebyla pokryta ani odměna investorů za podstoupené riziko. Takový podnik postupně svoji hodnotu ztrácí,

¹ Za operační činnost je v podmínkách České republiky považována provozní činnost podniku, tj. údaj uvedený ve finančních výkazech používaných v českém účetnictví.

investoři do něj odmítají dále investovat a podnik časem zanikne.

Logika principu je jednoduchá, ale je zřejmý základní problém výpočtu ukazatele a to určit výnosnost kapitálu přiměřenou danému riziku a problém kalkulace velikosti rizika.

V případě určení ekonomické přidané hodnoty EVA nejde o přesný výpočet, ale spíše o odhad ukazatele s určitou pravděpodobností.

Jak již bylo uvedeno, ukazatel EVA počítáme jako rozdíl mezi ekonomickými výnosy a náklady, zjišťujeme tedy ekonomický zisk. Prakticky se výpočet provádí tak, že ze zisku z operační činnosti odečítáme náklady na kapitál.

Ekonomický zisk NOPAT je zisk z operační činnosti podniku. Pojmu operační činnost se v podmínkách českého účetnictví nejvíce přibližuje termín provozní činnost. Ekonomický zisk ale může být chápán i širěji a může zahrnovat i část finančního hospodářského výsledku. V podstatě jde vždy o subjektivní výběr dat analytika tak, aby výsledky odpovídaly realitě.

Podstatná je ale ta skutečnost, že operační činnost vykazuje určité rozdíly oproti účetnímu provoznímu zisku. Tyto rozdíly budou v další části blíže specifikovány.

Operační činnost je ta část podnikatelské činnosti, která slouží k základnímu podnikatelskému účelu. Vychází se z předpokladu, že podnik má jedno hlavní podnikatelské zaměření, kterému odpovídá určité riziko. Pokud se podnik zabývá větším počtem podnikatelských specializací, pak je žádoucí každou činnost posuzovat a oceňovat zvlášť.

Za neoperační činnosti podniku se považují činnosti, které nejsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti.

Může se tedy stát, že některé výnosy nebo náklady vykázané ve výsledovce jako provozní nevstoupí do ekonomického zisku a tedy do výpočtu ukazatele EVA, protože ve skutečnosti nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností. Důvodem pro vyčlenění neprovozní činnosti je obvykle jiná míra rizika (proto by se pak musela uvažovat jiná diskontní míra).

Dalším důležitým bodem je zahrnout do ekonomického zisku požadovanou míru výnosu vlastního a cizího kapitálu, zdůrazňuje se tak pohled akcionáře s ohledem na riziko. Z účetního hlediska je podnik úspěšný, pokud

hodnota ukazatele rentability vlastního kapitálu ROE^2 je kladná. Z pohledu akcionáře je podnik úspěšný, pokud je hodnota ukazatele ROE větší než náklady vlastního kapitálu. Náklady vlastního kapitálu jsou pak chápány jako náklady příležitosti, nikoliv jako finanční náklady, které musí podnik hradit formou přímého transferu peněz akcionářům (dividendy, případně podíly na zisku).

Relaci ROE a náklady vlastního kapitálu ve většině případů nahrazujeme relací rentabilita aktiv ROA^3 v porovnání s náklady akcionářů a náklady věřitelů. Souhrnné náklady věřitelů a akcionářů pak vyjádříme jako náklady celkového kapitálu $WACC$. Mluvíme pak o tzv. operační rentabilitě ROA ve srovnání s $WACC$. Podnik je úspěšný pokud platí:

$$ROA \geq WACC \quad \text{tedy}$$

$$\frac{NOPAT}{NOA} \geq WACC \quad (3)$$

kde

$NOPAT$ - zisk z operační činnosti,

NOA - operační aktiva, tedy aktiva potřebná k vytvoření operačního zisku

$WACC$ - náklady kapitálu. (Kislingerová, 2001)

Při výpočtu ukazatele EVA je nutné nejprve transformovat účetní data tak, aby bylo možné výpočet provést. Jak již bylo uvedeno, pro výpočet EVA budeme potřebovat následující tři veličiny:

- hospodářský výsledek z operační činnosti,
- operační aktiva odpovídající HV z operační činnosti a
- průměrné vážené náklady na kapitál.

Účetní data jsou upravována na data, která sice mají menší průkaznost, ale s určitou pravděpodobností lépe odrážejí realitu. Dochází tedy ke konverzi účetního modelu na model ekonomický. V něm je kladen větší důraz na potřeby akcionářů, majitelů a investorů.

² ROE (Return on Common Equity) je poměr zisku (dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR EAT tj. čistý zisk) a vlastního kapitálu.

³ ROA (Return on Assets) je poměr zisku (dle metodiky ministerstva průmyslu a obchodu EBIT tj. zisk před zdaněním a nákladovými úroky) a celkových aktiv podniku. V tomto případě se nepoužívá tohoto ukazatele tak jak je znám z finanční analýzy. Ale používá pojmu operační rentabilita.

Úplný seznam úprav je obchodním tajemstvím společnosti např. Stern a Steward. Zahrnuje úpravy o 164 položek. Konverze by měla obsahovat alespoň 4 následující kroky.

- Konverze aktiv na NOA, tj. konverze na operační aktiva s důrazem na dostupné informace a schopnosti analytika vystihnout potřebné.
- Konverze finančních zdrojů, jejichž smyslem je doplnit vykazované zdroje financování tak, aby poskytl úplný a reálný obraz financování (zejména doplnění závazků z leasingu a dalších forem pronájmu).
- Daňová konverze spočívá v úpravě daní, která vyplývá z rozdílu NOPAT a účetního hospodářského výsledku a
- Akcionářská konverze, která zahrnuje zařazení ekvivalentů vlastního kapitálu (tj. úprava pasiv, tak aby odpovídala NOA). (Stern, Deimler, 2006)

Další variantou úprav je metodika významné poradenské společnosti Mc Kinsley & Company Inc. Tuto variantu výpočtu ukazatele přidané hodnoty zpracovali autoři Copeland, Koller a Murrin a poprvé ji publikovali v roce 1990 v knize *Measuring and Managing the Value of Companies*.

Jejich koncept je podobný. Ukazatel podle této metody je počítán jako rozdíl zisku upraveného o daně označeného NOPLAT (Net of Operating Profit less adjusted taxes) a kapitálu (opět násobeného průměrnými náklady na kapitál) tj. opět hodnota aktiv potřebných k provozu označovaná jako investovaný kapitál. Aktiva jsou upravována v sledujících krocích:

- Úprava oběžných aktiv: odpočet krátkodobých neúročených závazků.
- Vyloučení aktiv, která nejsou nutná k hlavnímu provozu.
- Nepoužívá přecenění stálých aktiv v reprodukčních cenách. (Copeland, Koller, Murrin, 2000)

2 Konverze aktiv na NOA

Při úpravě aktiv na operační aktiva je nezbytné provést následující kroky:

1. z aktiv vyčlenit neoperační aktiva,
2. aktivovat v tržním ocenění položky, které v aktivech nejsou a
3. snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

2.1 Vyčlenění neoperačních aktiv

Co považovat za operační aktiva a aktiva neoperační? Na tuto otázku se názory různí. Vyloučení neoperačních aktiv je závislé na konkrétní situaci a na posouzení analytika.

V oblasti dlouhodobého majetku je kritériem zařazení do NOA účel finanční investice. Pokud investice přispívá k hlavní činnosti společnosti nebo k propojení hlavních činností, pak majetek zařadíme do NOA. Pokud je investice pro společnost způsobem uložení peněz, aktivum se z NOA vylučuje. Dle rozhodnutí o zařazení nebo nezařazení majetku do NOA je nutné upravit odpovídajícím způsobem i NOPAT.

V oběžném majetku je řešena zejména otázka krátkodobých cenných papírů a peněz. Cenné papíry, které slouží jako strategické rezervy peněz (pro ulehčení splácení úvěrů a financování investic) manželé Maříkovi do NOA nezahrnují. Stejně tak by měly být vyloučeny přebytky peněz v hotovosti a na bankovním účtu (lze zjistit pomocí okamžité likvidity⁴). (Mařík, 2005)

Pokud má podnik v majetku vlastní akcie, je doporučeno nezahrnovat je do NOA. Stejně tak se doporučuje vyloučit z NOA nedokončené investice, protože ty se zatím nepodílí na tržbách podniku. Dále se vylučují aktiva nepotřebná k operační činnosti jako nevyužitá nebo pronajatá pozemky a budovy, nadbytečné zásoby aj.

2.2 Aktivace nevykázaných aktiv

Do aktiv musí být zařazen majetek, který podnik používá pro svoji základní činnost, ale který standardně není uveden v účetních výkazech sestavených na základě českých účetních standardů. Tento majetek se ve fázi úpravy aktiv na NOA aktivuje, tedy do aktiv zařadí. Jedná se především o majetek, který podnik pronajímá formou finančního leasingu. Důvodem pro zařazení majetku do aktiv je fakt, že nájemce nese převážnou část užitků i rizik spojených s pronajatým majetkem. V tomto ohledu ekonomický pohled preferuje mezinárodní účetnictví před účetnictvím českým.

Finanční leasing se zařazuje do aktiv nejlépe oceněný v tržní hodnotě. Zároveň se do

⁴ Okamžitá likvidita je poměr krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků. Doporučená hodnota ukazatele je min 0,2.

pasiv rozvahy zařazuje položka závazky z leasingu. Dále je třeba upravit NOPAT tak, aby zahrnul odpisy aktivovaného majetku a náklady spojené s pořízením majetku (úrok). Zařazením do aktiv i pasiv rozvahy se v podstatě simuluje nákup majetku na úvěr.

Jednodušší, ale méně přesnou variantou aktivace majetku, je zařazení do aktiv v tržní hodnotě snížené o odpisy. V pasivech rozvahy se potom vykazuje zůstatek závazku z leasingu.

Do aktiv je dále zahrnut další majetek, který podnik v aktivech podle českého účetnictví nevykazuje. Pokud tato aktiva nejsou do pasiv promítnuta jinak, zařazuje se do pasiv položka ekvivalenty vlastního kapitálu.

Dále musí být přeceněna aktiva na tržní cenu (úprava o tzv. tiché rezervy tj. odpisy, opravné položky a rezervy vytvářené navíc oproti reálnému stavu). Použitím principu ocenění aktiv v historických cenách dochází k nepřesnostem, protože se nebere v úvahu růst cen a vliv technologického pokroku. Pro přecenění je možné použít indexy růstu cen (za vhodný je považován index cen výrobců⁵), nebo ocenění např. pro účely pojištění. Reprodukční cenu majetku je doporučeno snížit o reálné opotřebení. (Mařík, 2005)

Do aktiv je dále zařazen nehmotný majetek s dlouhodobými předpokládanými účinky.

Jde např. o zařazení do nehmotného majetku položek typu kumulované náklady spojené se vstupem na nové trhy, velká část nákladů na marketing, náklady spojené se školením pracovníků, náklady spojené s restrukturalizací. Podnik obvykle za účelem investice tvoří rezervy. Rezervy je třeba přesunout z cizího kapitálu do vlastního jako ekvivalent vlastního kapitálu.

Pro NOA je dále žádoucí, aby byl v aktivech společnosti vykázán goodwill⁶. Ten je v českém účetnictví spojen pouze s nákupem společnosti. Vzhledem k tomu, že je majetek přeceňován na tržní hodnotu, Steward doporučuje zařadit i tuto položku a to v brutto hodnotě, neboť dobře fungujícího podniku by se hodnota goodwillu neměla měnit.

2.3 Snížení aktiv o neúročený krátkodobý cizí kapitál

Z oběžných aktiv je vyřazován veškerý krátkodobý neúročený cizí kapitál. Za neúročený cizí kapitál jsou považovány všechny krátkodobé závazky z obchodních vztahů, ke společníkům, k zaměstnancům, ze sociálního a zdravotního pojištění, ke státu, k podnikům s rozhodujícím nebo podstatným vlivem a jiný neúročený kapitál. Tak jsou oběžná aktiva přepočítána na pracovní kapitál a z operačních

Tabulka 1 Shrnutí dopadů úprav NOA do rozvahy

AKTIVA	PASIVA
Dlouhodobý majetek	Vlastní kapitál
- neoperační aktiva	- neoperační aktiva
+ goodwill (brutto)	+ goodwill
+ DNM z aktivovaných nákladů	+ aktivované náklady
+ přecenění DM na tržní cenu	+ tiché rezervy
+ hodnota pronajatého majetku	+ přesun rezerv do VK
- nadbytečné množství peněz	± úprava HV o náklady leasingu
Oběžný majetek	Cizí kapitál
- neoperační aktiva	- krátkodobé neúročené závazky
+ přecenění OM na tržní cenu	+ závazky z leasingu
- neúročení cizí kapitál	- přesun rezerv do VK

Zdroj: Upraveno dle Maříka (2005)

⁵ Index cen výrobců (PPI) měří změny cen spotřebního koše, který obsahuje vybrané průmyslové výrobky tj. výrobky z průmyslových odvětví jako dobývání nerostných surovin, zpracovatelský průmysl, výroby

elektriny, plynu a vody (ceny bez daně). V ČR dnes tento index sleduje ceny 5736 výrobků u 1340 organizací.

⁶ Goodwill je rozdíl mezi reálnou a tržní hodnotou aktiv koupeného podniku.

aktiv se stávají čistá operační aktiva.⁷

První zásadou pro určení NOPAT je dodržení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, pak je nutné, aby náklady a výnosy s nimi spojené byly zařazeny i do NOPAT.

Dále je důležité rozhodnout, zda bude pro výpočet použit z účetních dat provozní hospodářský výsledek nebo výsledek hospodaření za běžnou činnost. Pokud bude uvažováno o výsledku hospodaření za běžnou činnost, pak je nutné z nákladů vyloučit finanční náklady spojené s platbou úroků (včetně úroků za leasingové platby). Tyto budou zahrnuty do výpočtu ukazatele pomocí WACC.

Z hospodářského výsledku se dále vylučují mimořádné položky jako:

- změny ve způsobu ocenění (účty 581, 681)
- manka a škody a jejich náhrady,

(restrukturalizace, prodej DM, rozpuštění nevyužitých rezerv apod.)

Do NOPAT je dále třeba promítnout vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví při výpočtu NOA, tzn.:

- aktivace nákladů investiční povahy,
- úprava odpisů DM,
- úprava opravných položek na zásoby a pohledávky,
- vyloučení tvorby a čerpání tzv. tichých rezerv. (Mařík, 2001)

Po úpravě NOPAT je třeba upravit i daň tzn. upravit daň o rozdíl mezi skutečně zaúčtovanou daní z příjmů a daňovou povinností, která by vznikla z NOPAT. Častý postup, který se v tomto případě používá, spočívá v tom, že se NOPAT vynásobí skutečnou daňovou sazbou. Skutečnou daňovou sazbou zjistíme tak, že vydělíme splatnou daň účetním výsledkem hospodaření. (Mařík, 2005)

Tabulka 2 Shrnutí úprav pro zjištění NOPAT

HV z provozní činnosti
- provozní výnosy z neoperačního majetku
+ provozní náklady na neoperační majetek
+ finanční výnosy z fin. maj. zahrnutého do NOA
+ odpisy goodwillu
+ původní náklady s investičním charakterem
- odpisy majetku vytvořeného aktivací
+ původní náklady na leasing
- odpisy leasingovaného majetku
- neobvyklé výnosy
+ neobvyklé náklady
± úprava daní na NOPAT
⇒ NOPAT

Zdroj: Upraveno dle Maříka (2001)

- tvorba a zúčtování rezerv na mimořádné náklady,
- ostatní mimořádné náklady (náklady na ukončení činnosti, postoupení apod.),
- vyloučení mimořádných nákladů a výnosů, které se svým charakterem nebudou opakovat

3 Určování nákladů na kapitál

Průměrné náklady kapitálu WACC určují rentabilitu kapitálu a jsou základnou pro diskontování budoucích hodnot EVA. Průměrné náklady kapitálu počítáme podle dříve uvedeného vzorce.

Při stanovení WACC se postupuje takto:

- určení váhy složek kapitálu,
- určení nákladů na cizí kapitál,
- určení nákladů na vlastní kapitál.

⁷ V souvislosti s cizím kapitálem je třeba upozornit na fakt, že z NOPAT je třeba vyloučit veškeré náklady na cizí kapitál společnosti. Náklady na kapitál budou do EVA zařazeny společně s náklady na kapitál vlastní v podobě WACC.

3.1 Určení váhy jednotlivých složek kapitálu

Váhy složek kapitálu určujeme z tržních hodnot. Problém s určením vah kapitálu spočívá v tom, že pro výpočet WACC je třeba znát tržní hodnotu vlastního kapitálu, která je ale zároveň výsledkem ocenění podniku. Tento fakt se v praxi řeší stanovením cílové struktury kapitálu, která je považována za stabilní nebo provedením iterativního propočtu, při kterém postupně sladíme výchozí a propočtenou kapitálovou strukturu.

3.2 Určení nákladů na cizí kapitál

Platby za použití cizího kapitálu jsou obvykle dohodnuty smluvně. Úrokové náklady by měly být kráceny o tzv. daňový štít⁸.

3.3 Určení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou z pohledu vlastníků podniku požadovanou výnosností, tzn., odvozuje ji od dividend u akciové společnosti a z podílů na zisku u společnosti s ručením omezeným. Při minimálních vyplácených dividendách nebo podílech však není tento pohled příliš podstatný. Pak je na náklady vlastního kapitálu pohlíženo jako na náklady příležitosti vlastníků. Určujeme tedy, jaký výnos by mohl vlastník docílit při stejném riziku, pokud by investoval mimo oceňovaný podnik. (Mařík, 2001)

Prakticky se náklady na vlastní kapitál rozdělují na dvě části. První část nákladů odpovídá požadované odměně za odklad spotřeby (případně ztráty způsobené růstem cen) a druhá část odpovídá riziku.

Obchodní riziko zahrnuje předpokládanou nestabilitu obrátu (výkyvy v poptávce, měnové faktory, vývoj konkurence apod.). Lze ho měřit pomocí rozptylu rentability⁹ a bývá typické pro jednotlivé obory.

Finanční riziko zesiluje riziko obchodní. Základním faktorem rizika je míra zadlužení společnosti. S růstem zadlužení společnosti totiž roste rentabilita vlastního kapitálu, ale roste i riziko spojené s případnou neschopností závazky uhradit. Druhým faktorem rizika je podíl pracovního kapitálu na oběžných aktivech v porovnání s konkurencí. Čím je větší podíl

pracovního kapitálu na oběžných aktivech, tím je riziko menší.

Finanční riziko lze určit podle následujícího vztahu:

$$r_{vk} = r_f + \beta(E_{Rm} - r_f) \quad (4)$$

kde

r_f - výnosnost bezrizikových aktiv (v praxi se často vychází z lombardní sazby ČNB),

β - koeficient, který určuje, zda riziko konkrétního aktiva je větší nebo menší než riziko kapitálového trhu jako celku ($\beta > 1$, nebo $\beta < 1$) a

E_{Rm} - očekávaná průměrná výnosnost kapitálového trhu.

$(E_{Rm} - r_f)$ - představuje rizikovou prémii kapitálového trhu, která odpovídá systematickému riziku. Jde tedy o riziko, které zasáhne všechna aktiva na trhu. Tato premie je ovlivněna řadou faktorů jako HDP, inflace, zahraniční bilance, kurz měny atd. (Mařík, 2005)

Pro stanovení konkrétní výše rizika je možné používat historická data z kapitálových trhů s upravenými β , data obdobných podniků nebo je možné riziko odhadovat. V našich podmínkách je nutné data odhadovat, protože potřebná data nejsou k dispozici.

4 Zhodnocení ukazatele EVA

Jak již bylo dříve uvedeno, ukazatel EVA poukazuje na stav, kdy podnik netvoří majitelům hodnotu, pokud je ukazatel menší než 1. Pokud je naopak ukazatel kladný, je to známka prosperujícího podniku. Čím je pak hodnota ukazatele větší, tím tvoří podnik větší přidanou hodnotu.

Ukazatel EVA je jedním ze základních ukazatelů, které slouží pro řízení podniku. Manažer snadno z ukazatele pozná, kdy je nebo není podnik výnosný. Management by se měl snažit udržet výnosnost nad náklady vlastního kapitálu.

Ukazatel EVA je také vhodný pro sledování prosperity podniku v čase a pro odhad budoucího vývoje. Ale pozor! Roste-li EVA v čase, nemusí to znamenat i růst hodnoty podniku.

4.1 Slabé stránky ukazatele EVA

Pokud je růst ukazatele dosažen na úkor hodnot dosažitelných v budoucnu, nemusí být kladný vývoj EVA pro podnik pozitivní. Dalším důvodem, kdy může růst EVA, aniž by se zvyšovala hodnota podniku je situace, kdy

⁸ Daňový štít je termín používaný pro úspory z daní, které plynou z použití cizího kapitálu.

⁹ Rozptyl rentability je poměr NOPAT a NOA.

společně s EVA rostou i náklady na kapitál WACC např. z důvodu zvyšujícího se rizika. Obě tyto situace se řeší tak, že odhadnuté budoucí hodnoty EVA jsou pomocí diskontování přepočítávány na současnou hodnotu.

Další omyl v interpretaci výsledků a odhadů ukazatele EVA může nastat v situaci, kdy podnik neobnovuje majetek. Ten pak v důsledku odpisování způsobí, že je v majetku vázáno stále méně kapitálu a tak hodnota EVA roste. Výkonnost podniku však může klesat nebo být ohrožena. (Mařík, 2005)

Některé postupy využívané při výpočtu ukazatele EVA však dávají prostor pro subjektivní hodnocení. Na analytikovi závisí například rozhodnutí o vyloučení neoperačních aktiv z majetku podniku, dále vyloučení mimořádných složek nákladů a výnosů, odкрыtí záměrně tvořených tichých rezerv, odhad doby využití aktivovaných výdajů a v neposlední řadě výpočet průměrných nákladů na kapitál WACC.

Všechny tyto slabé stránky ukazatele musí mít na paměti analytik při interpretaci výsledků EVA.

4.2 Silné stránky ukazatele EVA

Měření finanční výnosnosti je klíčové pro hodnocení výkonnosti podniku. K hodnocení výkonnosti primárně slouží finanční analýza. Klasické ukazatele běžně používané ve finanční analýze se však ukázaly nedostatečné z několika důvodů.

V první řadě ukazatele finanční analýzy nezohledňují rizika a výnosové požadavky investorů. Pro hodnocení finanční analýzy a srovnávání různých podniků (zejména sídlících v různých zemích) je klasická finanční analýza těžko použitelná, protože různé státy mají závazné různé účetní předpisy, což srovnání podniků znemožňuje. I srovnání podniků ze stejného státu je obtížné, protože některé účetní předpisy mohou být různě aplikovány. Zásadním nedostatkem klasické finanční analýzy je pak opomíjení časové hodnoty peněz. Ukazatel EVA všechny tyto nedostatky finanční analýzy eliminuje.

Dále bylo zjištěno, že ukazatele finanční analýzy málo korelují s vývojem hodnoty akcií podniků a to z toho důvodu, že vychází z účetních výkazů a nezohledňuje ekonomický pohled. Proto byl vytvořen ukazatel EVA, který s vývojem hodnoty akcií koreluje.

Jde o ukazatel snadno použitelný pro management, který jednoznačně říká, jaká má být výnosnost podniku, aby podnik tvořil majitelům hodnotu.

5 Aplikace ukazatele EVA na konkrétní podnik

Výpočet ukazatele EVA byl aplikován pro podnik Esika, s.r.o. pro roky 2002, 2003 a 2004. Tyto roky byly vybrány záměrně i s vědomím, že se jedná o historická data. V těchto letech daná společnost vykazovala nejzajímavější a nejpestřejší strukturu financování své podnikatelské činnosti. V následujících letech se ekonomická situace společnosti ustálila natolik, že ke krytí svých investičních aktivit využívala pouze samofinancování. Po provedení výpočtu EVA jsou porovnány výsledky ukazatele EVA s výsledky finanční analýzy.

Firma Esika, s.r.o. byla založena v roce 1998 třemi společníky jako společnost s ručním omezeným. Činnosti podniku lze označit za specializovanou zakázkovou výrobu pro průmysl s požadavky na vysokou pružnost a inženýrskou podporu.

5.1 Konverze aktiv na NOA

Společnost Esika, s.r.o. používá k podnikání budovu, kterou pronajímá od společnosti Kovovýroba Křivánek, s.r.o. od roku 2001. Majitelem a jednatelem společnosti Kovovýroba Křivánek, s.r.o. a společnosti Esika, s.r.o. je jedna a táž osoba. Proto bylo při analýze rozhodnuto o zařazení budovy a pozemku, na němž budova stojí, do majetku podniku.

Původní hodnota budovy zakoupené v roce 1995 společností Kovovýroba Křivánek, s.r.o. byla 2 277 795 a pozemku 436 200. Hodnota těchto aktiv tedy byla v roce 1995 celkem 2 713 995 Kč. V roce 2001 původní majitel společnosti Kovovýroba Křivánek prodal podnik svému synovi. Při ocenění podniku v roce 2001 byla stanovena hodnota budovy na 3 900 000 Kč a hodnota pozemku na 1 150 000 Kč. Tedy celkem na částku 5 050 000 Kč. V této vstupní hodnotě byl pozemek a budova aktivovány tak, aby vstoupili do ukazatele EVA.

Pro výpočet ukazatele pak byla uvažována životnost budovy 30 let (současné stáří budovy je 14 let). Pro budovu bylo uvažováno rovnoměrné odepisování. Pro úpravu aktiv (dlouhodobého majetku podniku) a pasiv

(vlastního kapitálu podniku) byl použit odpisový plán budovy.

Dále bylo pro výpočet nutné aktivovat majetek, který podnik pronajímá na finanční leasing. Jedná se o automobil Škoda Octavia combi pořízený k 1.1.2002 za 574 421 Kč, dále o osazovací automat pro SMT pořízený k 1.1.2004 za 2 259 102 Kč a pájecí pec pro SMT pořízený k 1.1.2004 za 355 537 Kč.

Pomocí peněžního toku spojeného s leasingem v jednotlivých letech pronajímání majetku bylo zjištěno, jak se tento leasing

promítne do cash flow podniku v jednotlivých letech. Tento výpočet pak vstupuje do upravené rozvahy pro výpočet ukazatele EVA na stranu aktiv, kde peněžní tok spojený s leasingem v jednotlivých letech snižuje (v kumulované hodnotě) množství peněžních prostředků. Dále byly sestaveny umořovací plány pro leasingovaný majetek, které slouží jako podklad pro úpravu rozvahy podniku pro výpočet ukazatele EVA. (Zemánková, 2006)

5.2 Vyčlenění neoperačních aktiv

Po prostudování seznamu majetku spo-

Tabulka 3 Podklady pro úpravu rozvahy a NOPAT

PODKLADY PRO ÚPRAVU AKTIV			
AKTIVOVANÝ MAJETEK CELKEM	2002	2003	2004
ZC budova + pozemek k 31.12.	4 920 000	4 660 000	4 270 000
ZC k 31.12. v tis. Kč	4 920	4 660	4 270
LEASINGOVANÝ MAJETEK CELKEM			
ZC k 31.12.	2002	2003	2004
ZC k 31.12.	430 815	287 209	2 496 777
ZC k 31.12. v tis. Kč	431	287	2 497
ÚPRAVA PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ			
PLATBY ZA LEASING			
	2002	2003	2004
Snížení peněžních prostředků	240 697	191 436	1 289 667
Snížení kumulované	240 697	432 133	1 721 800
Snížení kumulované v tis. Kč	241	432	1 722
PODKLADY PRO ÚPRAVU PASIV			
LEASINGOVANÝ MAJETEK CELKEM			
	2002	2003	2004
Nové náklady leasingu (odpisy a úroky)	168 934	159 438	589 423
Úprava HV v pasivech kumulované	168 934	328 371	917 794
Úprava HV v pasivech kumulované v tis. Kč	169	328	918
Leasingové závazky k 31.12.	359 052	183 447	1 692 771
Leasingové závazky k 31.12. v tis. Kč	359	183	1 693
PODKLADY PRO ÚPRAVU NOPAT			
	2002	2003	2004
Odpisy aktivovaného majetku	130 000	130 000	130 000
Odpisy leasingovaného majetku	143 606	143 606	405 071
Odpisy celkem	273 606	273 606	535 071
Odpisy v tis. Kč	274	274	535

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 4 Úprava aktiv o přebytečnou výši peněžních prostředků

	v tis. Kč	2002	2003	2004
Hodnota pohledávek		3835	4156	6488
Výše pohledávek ekvivalent peněz		2685	2909	4542
Hodnota peněžních prostředků		28	-174	-1 660
Přepočítaná hodnota peněžních prostř.		2 713	2 735	2 882
Provozně nutná likvidita (0,2,1,2)		0,6	0,6	0,6
Provozně nutná výše peněžních prostř.		721	1 289	1 073
Nadbytečná výše peněžních prostředků		1 992	1 446	1 809

Zdroj: Vlastní zpracování

lečnosti bylo zjištěno, že společnost již nevlastní žádný nepotřebný majetek. Veškerý nepotřebný majetek byl vyřazen. Management společnosti totiž provádí pravidelné vyřazování nepotřebného majetku vždy ke konci roku.

Na NOA ale bude mít vliv jedna skutečnost. Podnik 90 % pohledávek postupuje

společnost ve chvíli, kdy jí zákazník zaplatí dlužnou částku. Pojišťovna dále vymáhá pohledávku u dlužníka. Jde o tzv. bezregresní factoring, kdy se oproti factoringu regresnímu nevrací pohledávka po splatnosti zpět ke klientovi, ale přechází na pojišťovnu. Pomocí factoringu podnik vyřešil problémy s pozdním

Tabulka 5 Úprava hospodářského výsledku na NOPAT

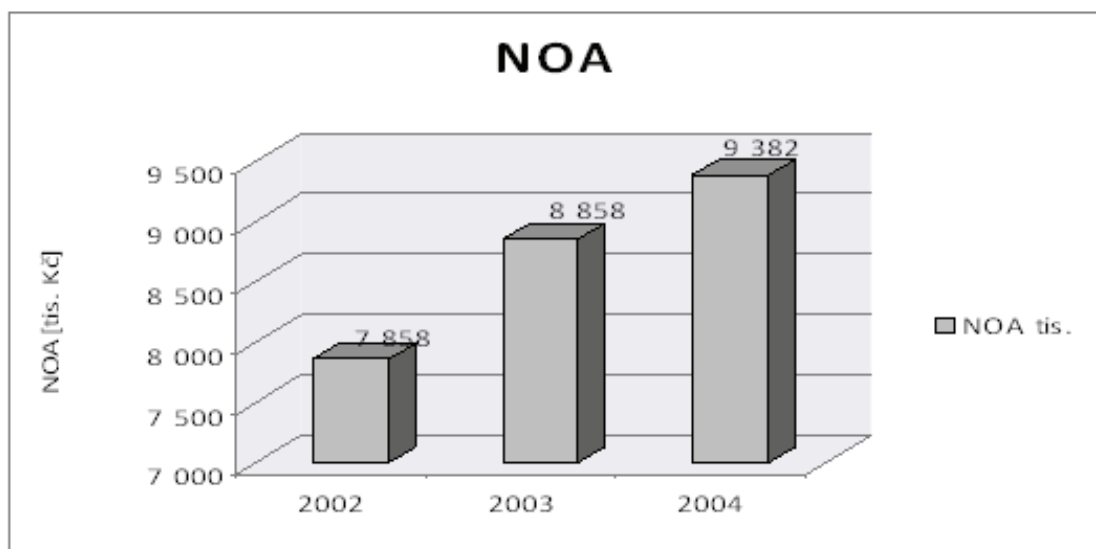
	v tis. Kč	2002	2003	2004
Provozní VH z výsledovky		1734	1911	2565
- Odpisy leasingovaného a aktivovaného majetku		-274	-274	-535
- Náklady na další majetek		-100	-30	-60
+ Náklady na pronájem		120	120	120
NOPBT (operační zisk před daní)		1480	1727	2090
Sazba daně		31%	31%	28%
- Daň		459	535	585
NOPAT v tis. Kč		1021	1192	1505
		2002	2003	2004
Provozní VH v tis. Kč		1734	1911	2565
NOPAT v tis. Kč		1021	1192	1505

Zdroj: Vlastní zpracování

factoringové společnosti. Factoringová společnost na požádání podniku vyplatí 70 % těchto pohledávek před splatností (za úrok asi 6% profinancovaných pohledávek ročně a za provizi 0,8% z objemu pohledávek). Zbýlých 30% (bez úroků) proplatí podniku factoringová

placením ze strany zákazníka. Podnik nevyužívá celý factoringový limit. Službu podnik využívá zejména pro možnost pojištění, kterou nemá například u revolvingového úvěru.

Možnost financování pohledávek pomocí factoringu má zásadní vliv na likviditu



Graf 1 Provozně nutná aktiva

Zdroj: Vlastní zpracování

podniku. Pro výpočet NOA bylo do peněžních prostředků přeřazeno 70% pohledávek, o které může podnik kdykoliv požádat faktoringovou společnost a peníze dostane do druhého dne na bankovní účet. Z přepočítané hodnoty peněžních prostředků pak vychází výpočet provozně nutného množství prostředků. Nutná likvidita byla stanovena v doporučeném rozmezí na hodnotu 0,6 (minimální doporučená hodnota je 0,2). Vyšší minimální hodnota byla uvažována z toho důvodu, že podnik nárazově platí za materiál ve větších částkách, proto na běžný provoz potřebuje více okamžitých peněžních prostředků.

5.3 Provozně nutná aktiva

Z údajů uvedených výše je možné určit výši operačních aktiv tak, že od aktiv uvedených v upravené rozvaze odečteme nadbytečnou výši peněžních prostředků.

Z Grafu 1 je patrné, že NOA ve sledovaném období roste. V roce 2003 je růst NOA způsoben růstem celkových účetních aktiv. V tomto období byl podnik zákazníkem donucen ke snížení prodejních cen o 10 %. Proto se podnik snažil snižovat náklady. To se mu podařilo zejména tak, že začal nakupovat součástky ve větších objemech, aby dostal od dodavatelů množstevní slevy. Tato skutečnost se pak projevila na zvýšeném množství držných zásob a tím i ve zvýšení celkových aktiv.

V roce 2004 je růst NOA způsoben za-

řazenými stroji pro SMT výrobu, které podnik pořídil formou finančního leasingu. V roce 2004 tedy nenastal nárůst účetních aktiv, ale nastal nárůst NOA o přibližně 6 %.

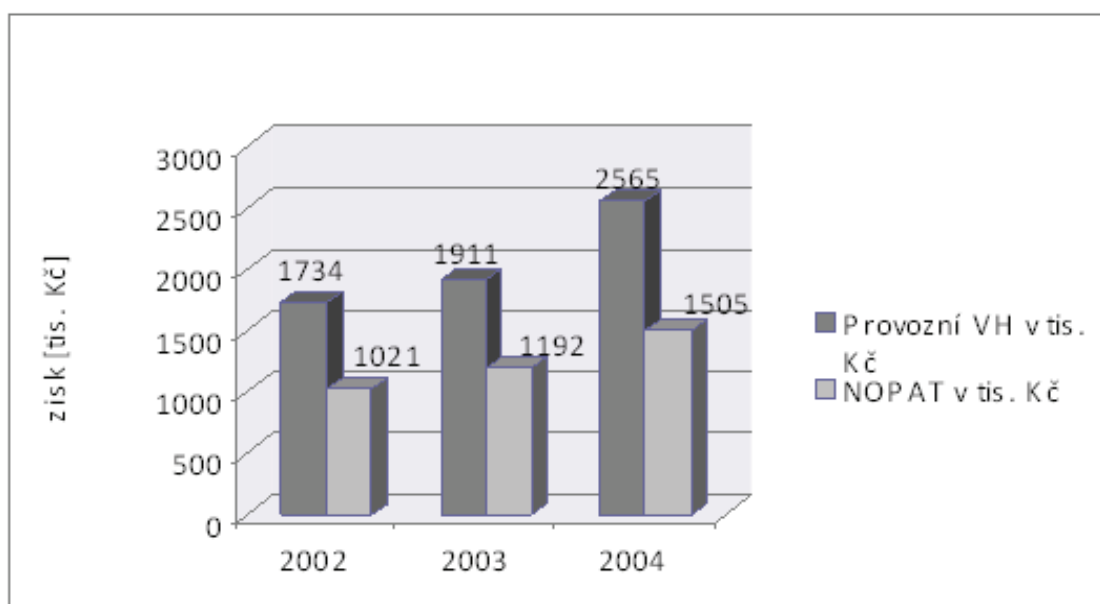
5.4 Určení velikosti NOPAT

Protože podnik se zabývá zejména prodejem vlastních výrobků a zboží, byl pro výpočet NOPAT zvolen provozní hospodářský výsledek. Ten byl dle metodiky uvedené v teoretické části upraven na NOPAT.

Do NOPAT musí vstoupit i náklady spojené s budovou provozovny, která byla aktivována do majetku společnosti. Náklady byly uvažovány ve výši 100 000 Kč v roce 2002, kdy proběhlo přestěhování a vybavení nové dílny. Dále ve výši 30 000 Kč v roce 2003, kdy byla budova nově vymalována a ve výši 60 000 Kč, kdy byla přesunuta a nově vybavena kancelář. Zároveň jsou odečteny původní náklady související s pronájmem budovy ve výši 120 000 Kč ročně (Tabulka 5).

V porovnání s provozním hospodářským výsledkem je ekonomický zisk NOPAT menší, což je způsobeno zařazením odpisů jako ekonomických nákladů spojených s leasingovaným majetkem.

Z Grafu 2 je patrný nárůst ekonomického zisku po zdanění. Nárůst je ovlivněn zejména nárůstem zisku z provozní činnosti podniku. V roce 2004 je ale nárůst ekonomického zisku menší oproti nárůstu provozního výsledku hospodaření a to v důsledku zvýšení



Graf 2 Porovnání účetního hospodářského výsledku a NOPAT

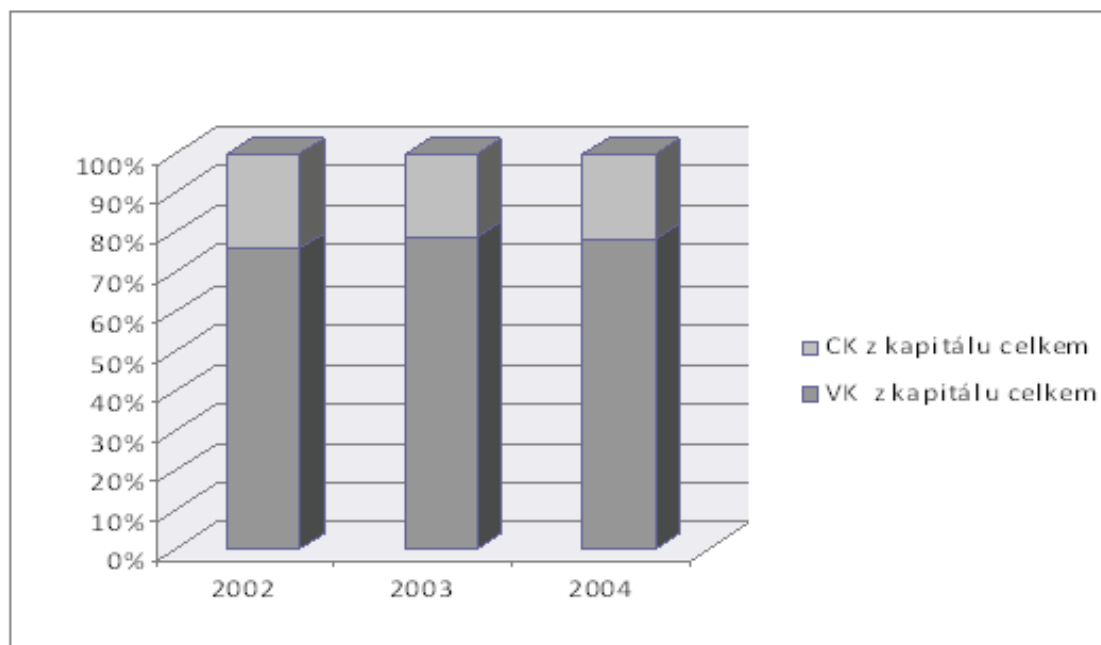
Zdroj: Vlastní zpracování

ekonomických nákladů spojených s odpisováním leasingovaného majetku.

5.5 Určení WACC

Průměrné náklady na vlastní kapitál vycházejí z určení poměru vlastního a cizího kapitálu a z určení nákladů na cizí a nákladů na vlastní kapitál. Nejproblematictější je určení nákladů na vlastní kapitál. Ve výpočtu ukazatele bylo uvažováno minimum nákladů na vlastní kapitál ve výši finančního rizika.

koeficientu β z dat českého kapitálového trhu“ otištěného ve sborníku konference Juniorstav v roce 2008. (Prodělal, 2009) Je však nutné podotknout, že uvažované náklady na vlastní kapitál jsou tedy pouze odhadem. Ve výpočtu nebylo uvažováno obchodní riziko a náklady na vlastní kapitál jsou tedy minimem nákladů na vlastní kapitál. Při započítání obchodního rizika by bylo nutné náklady na vlastní kapitál zvýšit o rozptyl rentability tedy přibližně o 0,02% v letech 2002 až 2004. Tato hodnota byla



Graf 3 Struktura kapitálu podniku

Finanční riziko bylo určeno podle vzorce již dříve uvedeného. Do výpočtu vstupuje výnosnost bezrizikových aktiv. Ta byla uvažována ve výši lombardní sazby dané Českou národní bankou (uvažována poslední zveřejněná hodnota v daném roce).

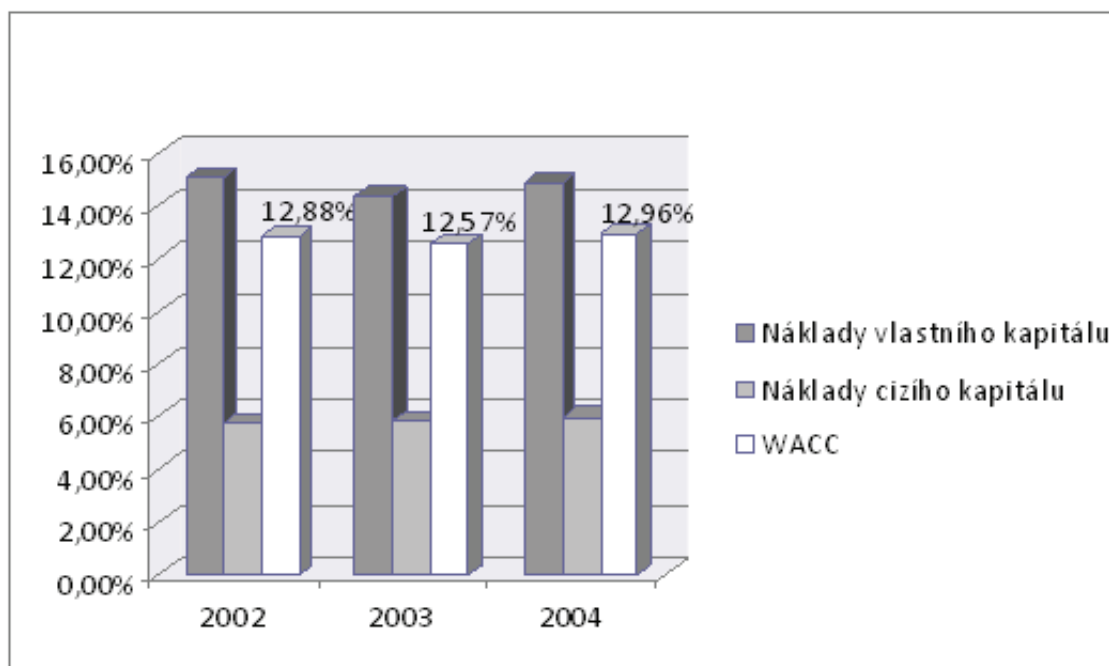
Dále do výpočtu vstoupí koeficient β , který určuje, zda je riziko aktiva větší nebo menší než riziko kapitálového trhu. Hodnota koeficientu byla uvažována ve výši 1,04 tj. hodnota zveřejněná na www.damodaran.com v sekci updated data. (Damodaran, 2009) Zde byl koeficient určen pomocí dat od 176-ti společností zařazených ve skupině Electronics Equipment and Instruments.

Jako poslední hodnotu pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bylo nutné určit rizikovou prémii kapitálového trhu. Ta byla pro výpočet uvažována ve výši 10,95%. Tuto hodnotu vypočítal František Prodělal ve svém článku „Výpočet rizikové premie trhu a

Zdroj: Vlastní zpracování považována s ohledem na odhad finančního rizika za zanedbatelnou.

Výše nákladů na cizí kapitál byla určena snadněji. Výše úročeného kapitálu v původní rozvaze je 6%. Jde o výpomoci, které podnik využívá od spolupracující společnosti. Ve sledovaném období podnik nevyužívá k provozu bankovní úvěr. Dále podnik využívá leasingu, jak již bylo dříve uvedeno. Náklady na leasing jsou uvažovány ve výši implicitní úrokové míry z leasingu automobilu pro roky 2002 a 2003. Pro rok 2004, kdy podnik pomocí leasingu financuje osazovací automat a pájecí pec, jsou uvažovány náklady na leasing ve výši průměrných nákladů leasingu.

Graf 3 přehledně srovnává nejprve poměr cizího a vlastního kapitálu v jednotlivých letech (po upravení rozvahy). Tento poměr pak vstupuje do výpočtu průměrných nákladů na kapitál.



Graf 4 Srovnání nákladů na kapitál podniku

Zdroj: vlastní zpracování

Porovnání nákladů na vlastní a cizí kapitál a celkové náklady na kapitál znázorňuje Graf 4. Opět je ale nutné upozornit na skutečnost, že náklady na vlastní kapitál a tedy i průměrné náklady celkového kapitálu jsou stanoveny pouze odhadem.

Z grafu je patrné, že náklady na vlastní kapitál jsou více než dvojnásobné oproti nákladům na cizí kapitál. Společnost využívá poměrně levného cizího kapitálu.

I náklady na vlastní kapitál jsou uvažovány poměrně nízké a to proto, že je započítáno pouze finanční riziko, tedy minimální náklady na vlastní kapitál. Při započítání obchodního rizika ve výši rozptylu rentability by se ale celkové průměrné náklady významně nezvýšily.

5.6 EVA a z něho vyplývající ukazatele

Pomocí předcházejících informací je možné určit hodnotu ukazatele EVA za sledované roky. Souhrn informací a výslednou

hodnotu přehledně zobrazuje Tabulka 6.

Hodnotu ukazatele EVA je možno zobrazit graficky takto: (Graf 5)

Z hodnoty ukazatele je patrné, že v letech 2002 a 2003 podnik tvoří hodnotu majitelům, ale velmi malou. Až v roce 2004 podnik tvoří hodnotu vyšší. Zvýšení ukazatele EVA je způsobeno růstem NOA a NOPAT. NOPAT roste v důsledku zvýšení tržeb z prodeje zboží i výrobků. V roce 2003 podnik začal jako doplňkovou činnost k hlavní činnosti prodávat elektrosoučástky, čímž podstatně snížil vlastní náklady na materiál. Výsledky tohoto prodeje se projevují zejména v roce 2004 zvýšením tržeb z prodeje zboží. V roce 2004 také došlo ke značnému růstu objemu výroby. Pozitivně lze hodnotit vývoj ukazatele EVA, jehož hodnota se ve sledovaném období zvyšuje. V roce 2004 vzrostla hodnota ukazatele oproti roku předcházejícímu o 270 %. V

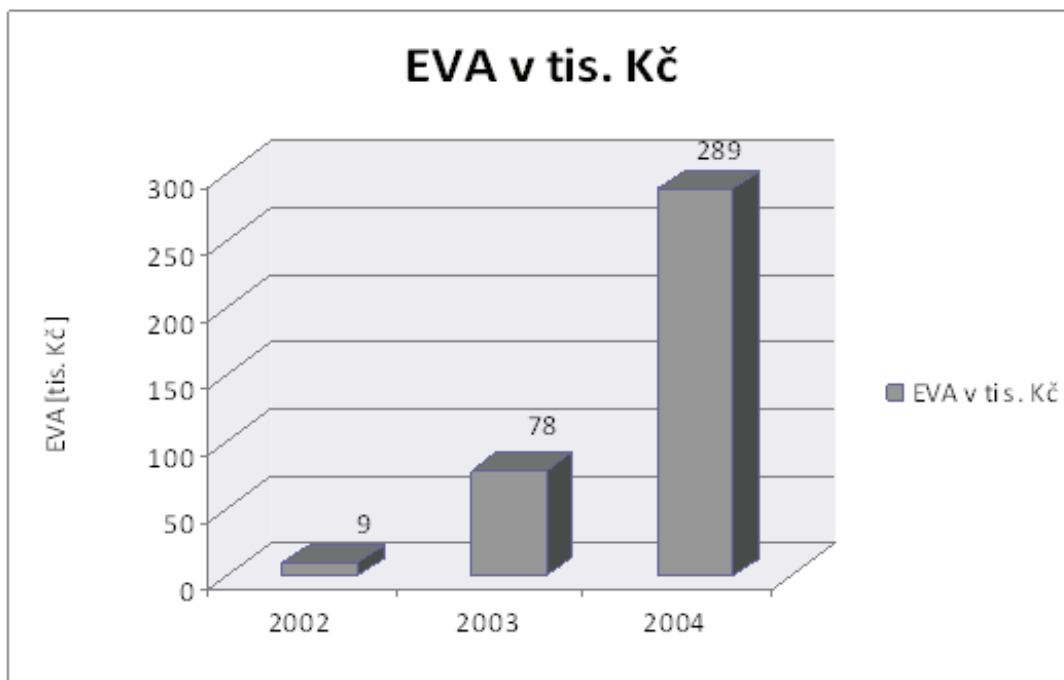
Tabulka 6 Ukazatel EVA

v tis. Kč	2002	2003	2004
NOPAT	1 021	1 192	1 505
NOA	7 858	8 858	9 382
WACC	12,88%	12,57%	12,96%
Náklady na kapitál	1012	1114	1216
EVA	9	78	289
EVA II	-1 012	-1 114	-1 216

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulce 7 jsou uvedeny hodnoty ukazatelů vycházejících z EVA.

sledovaném období tvořil zisk. Ten v průběhu sledovaných let 2002, 2003 a 2004 rostl. Podnik



Graf 5 Ukazatel EVA

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele vycházející z EVA potvrzují skutečnost, že podnik do roku 2003 tvoří malou hodnotu a teprve v roce 2004 podnik tvoří hodnotu pro majitele vyšší. Pro hodnocení je nutné srovnat podnik s dalšími podniky v

musel v roce 2003 snížit prodejní ceny výrobků. Zvětšil se však objem prodaných výrobků a podniku se podařilo snížit náklady na kus výrobku tím, že nakupoval součástky ve větších objemech a tím získal slevy. Zisk tak v

Tabulka 7 Ukazatele vycházející z EVA

	2002	2003	2004
NOPAT/NOA	13,00%	13,46%	16,04%
WACC	12,88%	12,57%	12,96%
Porovnání NOPAT/NOA a WACC	OK	OK	OK
Hodnotové rozpětí	0,12%	0,88%	3,08%
Relativní EVA	0,24%	2,00%	6,66%
EVA ROS	0,05%	0,42%	1,10%

Zdroj: Vlastní zpracování

oboru. Podle dat uvedených na www.damodaran.com se např. hodnoty relativní EVA pohybují mezi 5 až 34 %. Podnik se tedy pohybuje v letech 2002 a 2003 hluboce pod průměrem oboru. V roce 2004 se podnik pohybuje mezi nejnižšími hodnotami oboru.

6 Diskuse

Podívejme se nyní, jak dopadl zkoumaný podnik při hodnocení z hlediska finanční analýzy. Z provedené analýzy rozvahy a výsledovky podniku vyplývá, že podnik ve

roce 2003 vzrostl jen mírně. V roce 2004 vzrostl zisk výrazněji, protože se značně zvýšil objem vyrobených a prodaných kusů výrobků, navíc se projevilo zahájení prodejní činnosti v polovině roku 2003. Zisk podnik nerozděloval mezi společníky, ale ponechával jej k dalšímu investování.

Při hodnocení rozvahy bylo zjištěno, že podnik nemá prakticky žádná stálá aktiva. Budovu k provozu si pronajímá a stroj pro SMT technologii má na leasing. Pro ruční výrobu

stroje nepotřebuje. Aktiva jsou tvořena pouze aktivy oběžnými a to zejména zásobami a pohledávkami. Množství zásob průběžně mírně rostlo v roce 2002 (protože se vyrábělo ve větších objemech) a ještě výrazněji v roce 2003 (nakupování ve větších objemech pro snížení nákladů na kus). Na konci roku 2004 naopak došlo ke snížení množství zásob, zde jde však o okamžitý stav (v listopadu a prosinci tohoto roku byla prodána velká část zásob, proti tomu se zvýšily pohledávky). Pohledávky podniku ve sledovaných letech rostou. Podnik využívá služeb bezregresního factoringu. Podnik nevyužívá v plné míře možnosti předfinancování pohledávek. Využívá především pojišťovací pohledávek pojišťovací společností, na kterou pohledávky přecházejí v případě, že zákazník pohledávku nezaplatí. V souvislosti s factoringem je nutné opravovat některé ukazatele, tak aby více vypovídaly o skutečnosti v podniku.

Zisk podniku byl ve sledovaném období tvořen pouze provozní činností, což je patrné i z výkazu peněžních toků. Ve sledovaném období rostl cash flow z provozní činnosti, který byl v roce 2002 výrazně záporný (-1262 tis. Kč, financováno půjčkami od společníků). V roce 2003 byl cash flow z provozní činnosti malý (81 tis. Kč). V roce 2004 provozní cash flow vzrostl na 1084 tis. Kč (podstatná část půjček byla vrácena).

Podnik vykazoval ve sledovaném období vysoké hodnoty ukazatelů rentability (průměrné ROA bylo 16 %). Hodnoty ukazatelů se snížily v roce 2003 z uvedených důvodů, v roce 2004 opět vzrostly. Ve srovnání s podobnými podniky v oboru byly však hodnoty vysoké. Index finanční páky byl ve sledovaném období kladný. Použití dalšího cizího kapitálu by však mělo význam pouze pro zvýšení objemu prodeje (objem prodeje v hodnoceném období byl však závislý na hlavním zákazníkovi). Hodnoty pohotové a běžné likvidity se pohybovaly nad doporučenými hodnotami. Hodnoty okamžité likvidity byly upraveny tak, aby zohledňovaly factoring. Po úpravě byly i hodnoty okamžité likvidity vysoké (nad doporučenými hodnotami). Podnik měl naposledy problémy s platební neschopností v první polovině roku 2002, předtím než začal využívat služeb factoringové společnosti. Podnik neměl ve sledovaném období problémy se zadlužeností. Používal pouze výpomocí od spolupracujícího podniku. Tyto byly začítová-

ny jako krátkodobé výpomoci, vlastním charakterem jde však o půjčky dlouhodobé. Jejich potřeba ve sledovaných letech klesá, protože podnik nerozděloval zisk. Hodnoty ukazatelů aktivity byly mírně vyšší než hodnoty obvyklé v oboru, ale byly ovlivněny tím, že podnik neměl stálá aktiva. Kdyby podnik stálá aktiva vlastnil, snížil by se tak obrat celkových aktiv. Mzdová produktivita podniku je velká a ve sledovaných letech rostla. Hodnoty jsou ovlivněny malými mzdovými náklady oproti srovnatelným podnikům. Největší náklady podniku jsou na materiál, které tvoří průměrně 70 % celkových nákladů.

Z quick testu získal podnik známky 3,00; 2,75 a 1,75. To souvisí zejména se záporným provozním cash flow v roce 2002 a malým cash flow v roce 2003. Podnik se však v průběhu sledovaných let zlepšoval. Z hodnocení indexu bonity vyplývá, že podnik měl v roce 2002 výbornou finanční situaci, v letech 2003 a 2004 dokonce extrémně dobrou finanční situaci. Podobně i Altmanův index hodnotí podnik jako finančně silný a zdravý. Podle indexu IN01 spadl podnik v roce 2003 do šedé zóny (snížení zisku na aktiva), v ostatních sledovaných letech byly hodnoty indexu vysoké a podnik lze hodnotit kladně.

Na základě uvedených výsledků finanční analýzy se dá říci, že podnik je v dobré finanční situaci v letech 2002 a 2003 a v roce 2004 dokonce ve velmi dobré finanční situaci. V roce 2004 má podnik rentabilitu větší než je v oboru obvyklé, má přebytkovou likviditu, je málo zadlužený a hodnoty provozních ukazatelů se pohybují mezi nejlepšími v oboru. I soustavy ukazatelů potvrzují, že podnik je finančně silný a zdravý a to zejména v roce 2004. Pozitivně lze hodnotit trend vývoje ukazatelů rentability a soustav ukazatelů.

Avšak po srovnání výpočtu ukazatele EVA vyplývá, že výkazy nedostatečně vystihují skutečný stav podniku. Podnik v letech 2002 a 2003 tvoří malou hodnotu majitelům a až v roce 2004 tvoří majitelům hodnotu vyšší. Zde je však nutné upozornit na minimální uvažované náklady vlastního kapitálu. (Zemánková, 2006)

Závěr

Porovnáním vypočtených hodnot ukazatele EVA a finanční analýzy bylo zjištěno, že provedená finanční analýza nedostatečně vypovídá o reálné skutečnosti. Podle výsledků

finanční analýzy se podnik zejména v roce 2004 těší výborné finanční situaci, avšak tato skutečnost nebyla výpočtem ukazatele EVA potvrzena. Podle ukazatele EVA by podnik mohl být zařazen mezi podniky pouze s dobrou finanční situací, neboť poskytoval vlastníkov

jen nepatrně se zvyšující ekonomickou přidanou hodnotu.

Uvedená skutečnost potvrzuje diskutovanou problematiku o nedostatečné vypovídací schopnosti účetních výkazů.

References

- Copeland, T. E., Koller, T., Murrin, J. (2000) Valuation: Measuring and managing the value of companies. New York: McKinsey & Company
- Damodaran, A. (2009) Individual company information. [online] [cit. 2009-01-23] Dostupné z <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- Kislingerová, E. (2001) Oceňování podniku. Praha: C. H. Beck
- Mařík, M., Maříková, P. (2001) Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress
- Mařík, M., Maříková, P. (2005) Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress
- Prodělal, F. (2008) Výpočet rizikové prémie trhu a koeficientu β z dat českého kapitálového trhu. [online] [cit. 2009-01-29] Dostupné z http://www.fce.vutbr.cz/veda/juniorstav2008_sekce/7_1.asp.
- Stern, C. W., M., Deimler, S. (2006) The Boston Consulting Group on strategy. New York: John Wiley and Sons
- Zemánková, L. (2006) Hodnocení vybraného podniku. Diplomová práce VUT, (vedoucí H. Hanušová)

Author (s) contact (s)

Ing. Lenka Zemánková

Vysoké učení technické v Brně
Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky
Kolejní 2906/4,
612 00 Brno, Česká Republika
E-mail: zemankova@fbm.vutbr.cz

Ing. Markéta Kruntorádová

Vysoké učení technické v Brně
Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky
Kolejní 2906/4,
612 00 Brno, Česká Republika
E-mail: kruntoradova@fbm.vutbr.cz

Ing. Mgr. Štěpánka Boušková

Vysoké učení technické v Brně
Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky
Kolejní 2906/4,
612 00 Brno, Česká Republika
E-mail: bouskova@fbm.vutbr.cz

Doručeno redakci: 30.9.2010

Recenzováno: 8.11.2010

Schváleno k publikování: 30.11.2010