

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

Ukazatel EVA v teorii a praxi

Dmytro Kudraň

**Bakalářská práce
2014**

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Dmytro Kudraň**
Osobní číslo: **E12236**
Studijní program: **B6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Management podniku: Management malých a středních podniků**
Název tématu: **Ukazatel EVA v teorii i podnikové praxi**
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 :

Cílem práce je vytvořit rešerši odborné literatury v oblasti využití ukazatele EVA v různých sférách uvnitř i vně podniku za účelem posouzení slabých a silných stránek tohoto ukazatele při komparaci s alternativními způsoby hodnocení podnikové výkonnosti.

Osnova:

- Měření výkonnosti v podnicích.
- Ukazatel EVA.
- Alternativy EVA.
- Vývoj ukazatele EVA v konkrétním podniku.
- Formulace závěru.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **cca 35 stran**

Forma zpracování bakalářské práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

GRUNWALD, R.: Analýza finanční důvěryhodnosti podniku. Praha: Ekopress, 2001. 76 s. ISBN 80-86119-47-5.

KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 2. přeprac. rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

LÍZALOVÁ, L.: Vývoj ukazatele EVA ve vybraných odvětvích českého průmyslu. VŠP Jihlava: Logos Polytechnikos, 2010. ISSN 1804-3682.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0

NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha: Grada Publishing 2002. ISBN: 80-247-0125-1

SYNEK, M.: Ekonomická analýza. Praha: Oeconomica, 2003. 79 s. ISBN 80-245-0603-3

VOCHOZKA, M.: Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011. 248 s. ISBN 978-80-247-3647-1.



Vedoucí bakalářské práce:

Ing. Michal Kuběnka, Ph.D.

Ústav podnikové ekonomiky a managementu

Datum zadání bakalářské práce: **29. září 2014**

Termín odevzdání bakalářské práce: **30. dubna 2015**



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

L.S.



doc. Ing. Marcela Kožená, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 29. září 2014

PROHLÁŠENÍ

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

Byl jsem seznámen 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 Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne.....

Dmytro Kudraň

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych rád poděkoval svému vedoucímu práce Michalu Kuběnkovi za jeho odbornou pomoc, cenné rady a poskytnuté materiály, které mi pomohly při zpracování bakalářské práce.

ANOTACE

Tato práce by měla vést k přiblížení teorie klasických a moderních ukazatelů výkonnosti podniku, zejména ukazatele EVA a zhodnotit a vymezit jejich výhody či nevýhody. Měla by pomoci úspěšně se vnořit do problematiky aplikace EVA na určitý podnik.

KLÍČOVÁ SLOVA

Výkonnost, finanční analýza, ekonomická přidaná hodnota, vážené průměrné náklady kapitálu.

TITLE

Economic Value Added in Theory and Practice

ANNOTATION

This work should lead to understanding theory of classic and modern indicators of enterprise efficiency, mostly EVA and valorize their advantages and disadvantages. It should help successfully dive into the logic of the application EVA on specific enterprise.

KEYWORDS

Performance, financial analysis, economic value added, weighted average cost of capital.

OBSAH

ÚVOD.....	11
1. MĚŘENÍ VÝKONNOSTI V PODNICÍCH.....	12
1.1. DEFINICE VÝKONNOSTI	12
1.2. UKAZATELE FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	12
1.3. KLASICKÉ UKAZATELE VÝKONNOSTI PODNIKU	13
1.3.1. Ukazatele rentability.....	14
1.3.2. Ukazatele zisku	15
1.3.3. Ukazatele cash flow	16
1.3.4. Slabé stránky tradičních ukazatelů výkonnosti podniku	17
2. UKAZATEL EVA.....	18
2.1. ZÁKLADNÍ VÝPOČET EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	18
2.2. VÝPOČET HLAVNÍCH SLOŽEK EVA	19
2.2.1. Propočet čistých operativních aktiv (NOA)	19
2.2.2. Propočet čistého operativního zisku (NOPAT).....	20
2.2.3. Propočet nákladů na kapitál.....	21
2.3. VERZE UKAZATELE EVA	23
2.3.1. Zjednodušený výpočet EVA.....	24
2.3.2. Ukazatel REVA (Refined EVA)	24
2.3.3. Relativní ukazatele EVA	24
2.4. APLIKACE EVA DO PODNIKŮ	25
2.4.1. Podmínky použití EVA	26
2.5. VÝHODY A NEVÝHODY EVA.....	26
3. ALTERNATIVY EVA.....	28
3.1. DISKONTOVANÉ CASH FLOW - DCF (DISCOUNTED CASH FLOW)	28
3.2. TRŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA - MVA (MARKET VALUE ADDED)	30
3.3. EXCESS RETURN	30
3.4. SHAREHOLDER VALUE ADDED - SVA.....	31
3.5. CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT- CFROI.....	31
3.6. RETURN ON NET ASSETS - RONA.....	33
3.7. CASH RETURN ON GROSS ASSETS - CROGA	33
4. VÝVOJ UKAZATELE EVA V KONKRÉTNÍM PODNIKU	34
4.1. ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI	34
4.1.1. Obecný profil společnosti	34
4.1.2. Předmět činnosti.....	35
4.2. KLASICKÉ UKAZATELE VÝKONNOSTI PODNIKU	35
4.2.1. Ukazatele rentability.....	35
4.2.1. Ukazatele zisku	36
4.2.1. Ukazatele cash flow	36
4.3. HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU DLE UKAZATELE EVA	37
4.3.1. Vymezení NOA.....	37
4.3.2. Vymezení NOPAT.....	40
4.3.3. Výpočet WACC	42
4.3.4. Výpočet ekonomické přidané hodnoty	44
4.3.5. Relativní ukazatele EVA	45
4.4. VYBRANÉ MODERNÍ UKAZATELE.....	47
4.4.1. Rentabilita čistých aktiv – RONA	47
4.4.2. Cash Return on Gross Assets – GROGA	47
4.5. ZHODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI PHILIP MORRIS	48
ZÁVĚR.....	50
POUŽITÁ LITERATURA	51
SEZNAM PŘÍLOH	53

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Shrnutí dopadů úprav NOA v rozvaze	20
Tabulka 2: Ukazatele rentability.....	35
Tabulka 3: Ukazatele zisku.....	36
Tabulka 4: Vývoj toků cash flow	37
Tabulka 5: Hotovostní likvidita.....	38
Tabulka 6: Výše krátkodobého finančního majetku.....	39
Tabulka 7: Pasiva, která nenesou náklad.....	39
Tabulka 8: Vymezení NOA	40
Tabulka 9: Mimořádné položky	41
Tabulka 10: Finanční výnosy	41
Tabulka 11: Vymezení NOPAT	42
Tabulka 12: Bezriziková výnosová míra	43
Tabulka 13: Přírážka za podnikatelskou stabilitu.....	43
Tabulka 14: Přírážka za finanční stabilitu	44
Tabulka 15: Výpočet WACC	44
Tabulka 16: Výpočet EVA	44
Tabulka 17: Hodnotové rozpětí	45
Tabulka 18: Relativní EVA podle London Business School	46
Tabulka 19: Výpočet EVA - ROS	46
Tabulka 20: Rentabilita čistých aktiv	47
Tabulka 21: Hrubá aktiva	47
Tabulka 22: Provozní cash flow po zdanění.....	48
Tabulka 23: CROGA v jednotlivých letech	48

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Dekompozice ukazatele EVA	23
Obrázek 2: Logo společnosti	34

SEZNAM ZKRATEK

A	Aktiva
C	Capital
CF	Cash Flow
CFROI	Cash Flow Return on Investment
CK	Cizí kapitál
CROGA	Cash Return on Gross Assets
ČNB	Česká národní banka
ČZ	Čistý zisk
DCF	Discounted Cash Flow
Dzp	Daň z příjmů
EAT	Earnings After Taxes
EBT	Earnings Before Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EPS	Earnings Per Share
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Free Cash Flow
GA	Gross Assets
HNA	Hodnota neodepisovaných aktiv
HPCF	Hrubý provozní cash flow
IRR	Internal Rate of Return
KZ	Krátkodobé závazky
L	Likvidita
mil.	Milionů
mld.	Miliard
MVA	Market Value Added
NOA	Net Operating Assets
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
NPV	Net Present Value
OA	Oběžná aktiva
PV	Present Value
REVA	Refined EVA
ROI	Return On Investment

ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity
RONA	Return On Net Assets
ROS	Return On Sales
SVA	Shareholder Value Added
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Costs of Capital

ÚVOD

Podnik jako soubor hmotných i nehmotných složek podnikání tvoří součást dnešního světa. Pro jeho majitele, ať už jsou jeho zakladateli nebo ne, představuje často zdroj peněz. A čím více, tím lépe. Proto je jejich hlavním cílem rozvoj nových výrobků a technologií a tím zvyšování jeho tržního podílu.

V ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou se stále více prosazuje pojem ekonomická přidaná hodnota (EVA – Economic Value Added). Jedná se o nástroj k řízení a oceňování podniků. Tomuto pojmu je v posledních deseti letech věnována velká pozornost. Hlavní podněty vycházejí ze Spojených států počátkem devadesátých let. Autory jsou Američané Stewart a Stern, kteří tuto metodu podrobně rozpracovali. Myšlenka EVA se objevuje již u starších anglických autorů nebo například z teorie plánování za minulého režimu. Dlouhodobě se uplatňuje při oceňování podniku a v podnikové praxi.

Tento ukazatel je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady na veškerý kapitál použitý k produkci tohoto zisku.

EVA kombinuje výsledek hospodaření s velikostí rizika, spojeného s dosažením tohoto výsledku. Čím vyšší riziko, tím vyšší požadovaná hranice výnosnosti, kterou musí firma dosáhnout, aby vytvářela hodnotu. Pokud je výsledek ukazatele EVA kladný, firma vytváří hodnotu, v opačném případě hodnota firmy upadá.

Tato práce se nejdříve bude zabývat klasickými ukazateli výkonnosti podniku. Dále se zaměří na model EVA a jeho alternativy. A nakonec zde najdete i některé moderní ukazatele výkonnosti podniku. Budou zde uváděny výhody a nevýhody obou skupin ukazatelů, jelikož tam, kde selhávají ostatní ukazatele ziskovosti, je vhodné implementovat do chodů podniků moderní ukazatele výkonnosti, které lépe ukazují splnění cíle podnikání.

1. MĚŘENÍ VÝKONNOSTI V PODNICÍCH

V této kapitole je popsáno, jak se zjišťuje a měří výkonnost firmy. Jak se zjištěná hodnota propočítává a jaké jsou její základní aplikační podoby. Cílem je nalézt vysvětlení pro zjištěnou výkonnost firmy.

1.1. Definice výkonnosti

Výkonnost je pojem, který se používá běžně v každodenním jazyce a v různých oborech. Na otázku, co znamená výkonnost, lze najít celou řadu odpovědí. Každý může tento pojem chápat trochu jinak. Z hlediska podnikatele jde o zhodnocení jeho investic, které do podniku vkládá. Podle zákazníka je firma výkonná, když je schopna nabídnout kvalitní produkt nebo službu za dobrou cenu. Manažer společnosti vidí výkonnost firmy v její prosperitě, zvyšování platu zaměstnanců a v její likviditě a rentabilitě.

"V obecném pojetí - a velmi zhuštěně vyjádřeno - výkonnost znamená charakteristiku, která popisuje způsob, respektive průběh, jakým zkoumaný subjekt vykonává určitou činnost, na základě podobnosti s referenčním způsobem vykonání (průběhu) této činnosti. Interpretace této charakteristiky předpokládá schopnost porovnání zkoumaného a referenčního jevu z hlediska stanovené kritériální škály".¹ Kritériální škála je, pokud by se například porovnávala výkonnost páru vlaštovek s výkonností jiného páru. Kritériem v tomto případě může být třeba počet přeživších mláďat. Na tomto příkladu lze lehce ukázat principy spojené s pojetím výkonnosti v podniku.

1.2. Ukazatelé finanční výkonnosti podniku

Základním kritériem výkonnosti firmy z hlediska vlastníků je čistá současná hodnota. Zda podniku prospívají rozhodnutí, která vlastníci činí nebo ne, nám řekne její propočet. Každý vlastník usiluje o to, aby mu jeho firma přinesla více, než kolik do ní vložil. Pokud je rozdíl mezi vynaloženými prostředky a výnosy kladný, představuje to pro vlastníka čisté zvýšení hodnoty. Výkonnost firmy je tudíž to, co je firma schopna vlastníkovvi přinést.

Při posuzování výkonnosti firmy je třeba respektovat dva základní principy:

1. Koruna obdržená dnes má větší hodnotu než koruna obdržená zítra

¹WAGNER, V. Měření výkonnosti. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 17.

Znamená to, že vlastníkoví záleží na tom, kdy obdrží tok peněz v podniku. Čím dříve je obdrží, tím dříve s nimi může disponovat, tudíž mají vyšší hodnotu. Proto je třeba při propočtu hodnoty firmy odúročit peněžní toky. To znamená snížit hodnotu toku úměrně jeho vzdálenosti od data ohodnocení podniku. Současná hodnota peněžních toků se vypočítá vynásobením jednotlivých toků diskontním faktorem.

$$\text{Diskontní faktor} = \frac{1}{(1 + r_e)} \quad (1)$$

kde r_e je výnosová míra.

2. Bezpečná koruna má větší hodnotu než riziková koruna

Tento princip určuje velikost výnosové míry r_e . Říká, že čím jsou toky rizikovější, tím vyšší diskontní sazba musí být použita.

Při respektování těchto dvou základních principů financí, je možné posoudit, zda došlo k čistému zvýšení hodnoty podniku. To znamená, zda je čistá současná hodnota (net presence value = NPV) investice do podniku kladná.

Pro čistou současnou hodnotu platí²:

$$\text{NPV} = -I + \text{PV} \quad (2)$$

kde

NPV = je čistá současná hodnota (Net Present Value)

I = je výše investice vlastníka do firmy

PV = je hodnota firmy pro vlastníka

Pro vlastníka je žádoucí, aby byla firma s kladnou čistou současnou hodnotou $\text{NPV} > 0$. Cestou k maximalizaci bohatství vlastníků je zvyšování čisté současné hodnoty.

1.3. Klasické ukazatelé výkonnosti podniku

Klasické neboli tradiční ukazatelé jsou používány pro měření finanční výkonnosti podniků. V poslední době však stále sílí tendence a je kladen stále větší důraz na nová finanční měřítka výkonnosti, na které se tato práce zaměří později.

² PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 80-86131-63-7

Mezi tradiční ukazatele výkonnosti podniku patří ukazatele zisku, hotovostních toků a ukazatele rentability.

1.3.1. Ukazatele rentability

Tyto ukazatelé poměřují konečný efekt dosažený hospodařením v podniku k určitému vstupu. Jsou měřítkem míry zisku použitím investovaného kapitálu. Patří mezi ně:

Rentabilita vloženého kapitálu (ROI - Return On Investment)

Rentabilita investic nebo také rentabilita vloženého kapitálu slouží k měření výkonnosti dlouhodobého kapitálu investovaného do podniku. Vypočte se jako podíl zisku a investovaného kapitálu.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Investovaný kapitál}} \quad (3)$$

Rentabilita úhrnných vložených prostředků (ROA - Return On Assets)

ROA nebo taky rentabilita aktiv je základním měřítkem rentability. Jedná se o nejkompexnější ukazatel. *"Měří, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti"*³. Pavelková a Knápková to zase definuje jako ukazatel, *"který měří výkonnost neboli produkční sílu podniku"*⁴. Tento ukazatel slouží k porovnání výnosnosti podniků s různou skladbou pasiv, tedy nezávisle na tom jestli byl majetek pořízen z cizích nebo vlastních zdrojů. Vypočítá se jako:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} \quad (4)$$

kde EBIT je zisk před úroky a zdaněním.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE - Return On Equity)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (5)$$

³KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 2. přeprac. rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. s. 69.

⁴PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. s. 24.

Měří výnosnost vlastního kapitálu vloženého akcionáři do podniku. Počítá ziskovost z účetní hodnoty vlastního kapitálu. Pro výpočet tohoto ukazatele je potřeba vymezit vlastní kapitál, který v sobě zahrnuje základní kapitál, emisní ážio, zákonné a další fondy.

Pro představu průměrná míra rentabilit vlastního jmění všech amerických korporací za posledních padesát let dosahovala přibližně 12%.⁵ Společnost, která dosahovala rentability nad tento průměr v průběhu deseti let, lze považovat za kvalitní investici.

Ukazatel ROE spolu s ROI jsou podle Sterna a Shiely⁶ jedny z lepších ukazatelů výkonu podniku, protože vycházejí z rozvahy.

Rentabilita tržeb (ROS - Return On Sales)

Vypočítá se jako podíl zisku a tržeb podniku. Výsledkem je, jak dobře podnik hospodařil, neboli marže kterou získal prodejem svých služeb nebo výrobků. Tržby se rozumí tržby z prodeje vlastních výrobků, služeb a tržby z prodeje zboží. Platí, že pokud se tento ukazatel nevyvíjí dobře, lze předpokládat stejnou situaci i u ostatních ukazatelů.

$$\text{ROS} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Tržby}} \quad (6)$$

1.3.2. Ukazatele zisku

Zisk pro firmu představuje výsledek její činnosti. Je to odměna za veškeré vynaložené úsilí zaměstnanců, vedoucích a majitelů podniku. Zisk se vypočítá odečtením nákladů od výnosu (tržeb). Náklady představují vynaložené prostředky na dosažení výnosů. Výnosy jsou peníze, které podnik získal z prodeje výrobků, služeb nebo zboží. Ukazatele zisku jsou nejpoužívanějšími při měření výkonnosti podniku. Při stabilním růstu zisků, lze odhadovat jejich růst do budoucna.

Čistý zisk - EAT (Earnings After Taxes)

EAT představuje zdaněný zisk firmy. Je to výsledek hospodaření za účetní období, který se buď rozděluje mezi její vlastníky jako dividendy nebo nechává v podniku pro jeho rozvoj. Z tohoto pohledu je pro majitele nejdůležitějším ukazatelem.

⁵ MARRY, B., CLARK, D. Nová Buffettologie. Praha: Grada 2012. ISBN 978-80-247-4085-0

⁶ STERN, J. M., SHIELY, J. S. The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organisation. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001. ISBN: 978-0-471-40555-9

Zisk před zdaněním - EBT (Earnings Before Taxes)

Jedná se o zisk firmy před odečtením daně z příjmu za běžnou i mimořádnou činnost. Slouží pro porovnání s výkonností jednotlivých podniků, především zahraničních, kde je jiná míra zdanění.

Zisk před úroky a zdaněním - EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)

EBIT měří pouze provozní výkonnost podniku a soustřeďuje se pouze na růst tržeb a na řízení nákladů, proto je vhodným ukazatelem pro divize podniku.

Zisk před úroky, zdaněním a odpisy - EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

Tento ukazatel je vhodné použít v případě, že chceme porovnávat výkonnost podniku před odečtením odpisů.⁷

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{odpisy} = \text{EBT} + \text{nákladové úroky} = \text{EAT} + \text{Dzp za běžnou} \quad (7) \\ \text{činnost} + \text{Dzp za mimořádnou činnost}$$

1.3.3. Ukazatele cash flow

Výkaz cash flow zachycuje pohyb peněžních prostředků neboli peněžní toky. Peněžními toky se rozumí příjmy a výdaje finančního majetku. Úbytek položek v aktivech a přírůstek položek v pasivech je příjmem. Naopak přírůstek položek v aktivech a úbytek položek v pasivech je výdajem. Položkami se rozumí peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty. Cash flow tedy popisuje vývoj finanční situace podniku a jedná se nejen o přehled příjmů a výdajů podniku, ale i příčin jejich změn za určité období.

Existují dva základní způsoby zjišťování cash flow, metoda přímá a nepřímá. Přímá metoda vykazuje hlavní skupiny peněžních příjmů a výdajů. Nepřímá vychází z výsledku hospodaření zjištěného v podvojném účetnictví a zachycuje změny v rozvaze, nepeněžní transakce a další operace prováděné podnikem.

Celkové cash flow - Vypočítá se jako součet peněžních toků z provozní, investiční a finanční činnosti podniku.

Provozní cash flow - Zaměřuje se na pohyb peněz pouze v provozní činnosti podniku. Vypočítá se součtem zisku z běžného období po zdanění a odpisů.

⁷ PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 80-86131-63-7

Volné cash flow - FCF (Free Cash Flow) se využívá ve finančních analýzách a jako vstupní údaj pro některé výpočty oceňování podniku. Ukazuje peněžní toky generované provozní a investiční činností podniku v určitém období.

Schéma 1 Výpočet volného cash flow⁸

= **Provozní cash flow**

-Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)

=**Volné cash flow**

1.3.4. Slabé stránky tradičních ukazatelů výkonnosti podniku

Tradiční ukazatelé jsou založené pouze na údajích z účetnictví, které může být v jednotlivých podnicích vedeno jinak, a které ne vždy odpovídá ekonomickému pohledu na výkonnost. Stejně jako výpočet výsledku hospodaření, který si podniky stanovují vlastními technikami. Výsledek hospodaření může například obsahovat výnosy a náklady, které nejsou součástí hlavní činnosti podniku. Klasické ukazatele dále neberou v úvahu míru rizika plynoucího z podnikání, rizika z používání cizího kapitálu, rizika platební neschopnosti ani rizika zadluženosti při zvyšování podílu cizího kapitálu. Problémem je také to, že se nezabývají stupněm inflace, nezabývají se časovou hodnotou peněz a neporovnávají výsledek hospodaření s náklady obětované příležitosti. Nedílnou součástí tradičních ukazatelů jsou dodatečné informace ve formě vývoje likvidity, zadluženosti nebo vztahu struktury majetku a struktury financí.

Následující kapitola se věnuje ukazateli EVA. Toto měřítko patří mezi tzv. moderní ukazatelé hodnocení výkonnosti podniku, které berou v potaz chyby tradičních ukazatelů.

⁸ PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. s. 23.

2. UKAZATEL EVA

Ekonomická přidaná hodnota se v posledních letech stala velice uznávaným ukazatelem. Vznik tohoto ukazatele je připisán americké poradenské firmě Stern and Stewart, která tuto metodu zpracovala a v roce 1991 publikovala jako nástroj k řízení a oceňování podniků. Jeden ze zakladatelů definuje EVA jako *"operativní zisk snížený o náklady na veškerý kapitál použitý k produkci tohoto zisku"*.⁹ Myšlenkově se ukazatel ztotožňuje s filozofií mikroekonomie, tou je, že cílem firmy je maximalizace zisku. Myšleno zisk ekonomický. Výpočet ukazatele je poněkud složitější než se na první pohled může zdát. Proto správné a ekonomicky smysluplné použití ekonomické přidané hodnoty znamená vypořádání se s řadou účetních i ekonomických otázek.

2.1. Základní výpočet ekonomické přidané hodnoty

Ukazatel EVA se vypočítá jako čistý provozní zisk zvýšený po zdanění snížený o náklady na kapitál. Základní vzorec pro výpočet EVA vypadá takto:¹⁰

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (8)$$

kde:

NOPAT = zisk z operativní činnosti podniku (zisk z provozních operací) po zdanění

Capital = kapitál vázaný v aktivech, vyčleněných pro hlavní provoz podniku, pojem provozní však české účetní předpisy chápou trochu jinak, proto se ve vztahu k EVA užívá jiný pojem, tím je NOA (Net Operating Assets, v překladu čistá operativní aktiva)

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

"Ústřední myšlenkou ekonomické přidané hodnoty je fakt, že investice vytváří svým investorům hodnotu pouze v tom případě, že její očekávaná výnosnost přesáhne její kapitálovou nákladovost".¹¹ Výsledek tohoto výpočtu, pokud chtějí být majitelé firmy spokojeni, by měl kladný, tedy $EVA > 0$. Je-li čistý provozní výsledek hospodaření (NOPAT) vyšší než náklady použitého kapitálu, podnik vytváří hodnotu.

⁹ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. s. 9.

¹⁰ SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 5. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. s. 365.

¹¹ RŮČKOVÁ, P.: Finanční analýza - 4. rozš. vyd. Praha: Grada, 2011. s. 66.

2.2. Výpočet hlavních složek EVA

Pro výpočet hlavní konstrukce EVA je nejdříve potřeba znát jednotlivé komponenty ukazatele. Těmi jsou:

- hospodářský výsledek NOPAT
- operativní aktiva NOA
- průměrné vážené náklady na kapitál WACC

Údaje z účetnictví většinou neodpovídají potřebám pro hodnocení situace podniku, proto je potřeba údaje daným výpočtům přizpůsobit, aby lépe odpovídali realitě. Autoři modelu EVA vytvořili seznam se 164 položky, které obsah dat upravují. Podle názoru Maříka a Maříkové¹² však níže uvedené konverze, které mají nejdůležitější význam, postačí:

1. Konverze dat na operativní aktiva,
2. Konverze finančních zdrojů,
3. Konverze daňová,
4. Konverze akcionářská.

Cílem těchto úprav je co nejpřesnější výpočet EVA a také vytvoření ekonomického modelu pro řízení potřeb podniku s cílem dosáhnout ekonomického zisku.

2.2.1. Propočet čistých operativních aktiv (NOA)

Pro výpočet čistých operativních aktiv vycházíme z rozvahy. Za prvé je třeba z aktiv vydělit operativní aktiva, která jsou krytá vlastním a cizím úročeným kapitálem. Dále aktivovat položky, které v rozvaze chybí a naposledy snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

Aktivací položek, které v rozvaze chybí, se rozumí takové položky, které nejsou jednoznačně "vidět". Jedná se například o investice do nových technologií, značky, do výzkumu a vývoje nebo do vzdělávání pracovníků.

Další položkou, o kterou NOA navyšujeme je leasing, v případě, že podnik majetek pronajímá nebo ho má v nájmu.

¹² MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0

Zajímavou položku představuje goodwill. Jedná se o rozdíl mezi tržní hodnotou firmy a jejími aktivy snížené o závazky. "Pro výpočet ukazatele EVA by goodwill měl být zahrnutý do NOA v brutto hodnotě, pokud je předpoklad, že se jeho hodnota postupně nesnižuje".¹³

Další změny, které je potřeba při výpočtů NOA zohlednit jsou shrnuty v následující tabulce. Pro lepší představu viz případová studie kapitola 4.3.

Tabulka 1: Shrnutí dopadů úprav NOA v rozvaze

Rozvaha	
Aktiva	Pasiva
Stála aktiva: - neoperativní investiční majetek + goodwill (brutto) + nehmotný investiční majetek z aktivovaných nákladů + zvýšení hodnoty investičního majetku z přecenění (tiché rezervy) + hodnota pronajatého majetku (leasing) + kumulované neobvyklé ztráty - kumulované neobvyklé zisky	Vlastní kapitál: <i>Změny vyvolané úpravou aktiv:</i> - neoperativní aktiva + goodwill + aktivované náklady (nehmotná aktiva) +- případná úprava HV o náklady spojené s leasingem (kumulované) + kumulované neobvyklé ztráty - kumulované neobvyklé zisky <i>Změny ostatní:</i> + nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků Vlastní kapitál by měl být snížen o vlastní akcie.
Oběžná aktiva: - neoperativní oběžná aktiva + tiché rezervy z přecenění oběžných aktiv - neúročené krátkodobé závazky	Cizí kapitál: <i>Změny vyvolané úpravou aktiv:</i> - krátkodobé neúročené závazky + závazky z leasingu <i>Změny ostatní:</i> - nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků

Zdroj: MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P., 2005. s. 40.

2.2.2. Propočet čistého operativního zisku (NOPAT)

Výpočet NOPAT musí vycházet ze stejných aktiv, které tvoří NOA. Pokud byly při výpočtu NOA některé položky aktivovány, je potřeba tyto aktiva zahrnout i do výpočtu NOPAT. Pro určení výše čistého operativního zisku dále postupuje úpravou výsledku hospodaření z běžné činnosti. Za prvé se vyloučí položky, které se neopakují, např. odstupné zaměstnancům, prodej dlouhodobého majetku apod. Dále se vyloučí výnosy z nepotřebných aktiv, náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělávání zaměstnanců, reklamu, náklady spojené s dlouhodobým finančním majetkem, pokud není operativním aktivem a nakonec se připočítá odhad odpisů aktivovaných aktiv.

¹³ PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. s. 60.

Marek Vochozka¹⁴ interpretuje NOPAT jako:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - \text{sazba daně z příjmů právnických osob}) \quad (9)$$

2.2.3. Propočet nákladů na kapitál

Třetí hlavní složkou, kterou je nutné pro výpočet definovat, jsou náklady na kapitál. Při kalkulaci EVA se vychází z vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Základní výpočet WACC (weight average cost of capital) se určí jako vážený průměr nákladů vlastního a cizího kapitálu podle vzorce:¹⁵

$$\text{WACC} = r_d(1 - t) * \text{CK}/K + r_e * \text{VK}/K \quad (10)$$

kde:

- r_d = náklady na cizí kapitál,
- t = sazba daně z příjmů právnických osob,
- CK = cizí kapitál,
- K = celkový dlouhodobě investovaný kapitál,
- r_e = náklady na vlastní kapitál,
- VK = vlastní kapitál.

Určení nákladů na vlastní kapitál patří k nelehkým úkolům finanční analýzy. Tyto náklady jsou dány předpovědi investorů o výnosech, které se odvozují z alternativního výnosu kapitálu. Existuje řada modelů pro odhad. Používá se například model oceňování kapitálových aktiv, model diskontovaných dividend, ratingový model nebo se mohou určit na základě průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví. Mařík a Maříková¹⁶ uvádí, že tyto náklady jsou především odvozovány od dividend akciových společností či podílů na zisku u jiných právních norem společností.

Určení nákladů na kapitál cizí je mnohem jednodušší záležitostí, jelikož jsou domluveny smluvně. Jedná se o úrok, který podnik platí věřiteli, snížený o daňový štít (úspory z daní, které z použití cizího kapitálu plynou).

V případě, že jsou náklady na vlastní a cizí kapitál určeny, je potom výpočet WACC jednoduchou záležitostí dosazením hodnot do vzorce.

¹⁴ VOCHOZKA, M.: Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1

¹⁵ Upraveno podle: ŠULÁK, M., VACÍK, E.: Měření výkonnosti firem, vyd. Vysoká škola finanční a správní, 2005. s 60.

¹⁶ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0

Pro výpočet WACC se v této práci v praktické části bude používat model ratingový neboli stavebnicový. Tento model stanovuje WACC metodou přírážek za specifická rizika firmy. Výpočet vypadá následovně:¹⁷

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{PS} + r_{FS} \quad (11)$$

kde:

- r_f = bezriziková výnosová míra,
- r_{FA} = přírážka za malou velikost firmy,
- r_{PS} = přírážka za množnou nižší podnikatelskou stabilitu,
- r_{FS} = přírážka za možnou nižší finanční stabilitu.

1. Bezrizikovou výnosovou mírou se rozumí výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů za rok, kterou je možné nalézt na www.cnb.cz.

2. Přírážka za velikost firmy se liší podle velikosti zpoplatněného kapitálu firmy.

Pro $C > 3$ mld. Kč, je $r_{LA}=0$.

Pro $C < 100$ mil. Kč, je $r_{LA}= 5\%$.

Je-li kapitál firmy mezi 100 mil. a 3. mld. Kč, použije se následující vzorec:

$$r_{LA} = \frac{(3 - C)^2}{168,2} \quad (12)$$

3. Velikost přírážky za podnikatelskou stabilitu závisí na poměru EBIT/A.

Pro $EBIT/A < 0$ je $r_{PS} = 10\%$.

Pro $EBIT/A > r_d * C/A$, pak je $r_{PS} = 0\%$.

Je-li EBIT/A kladný, ale menší než $r_d * C/A$, pak se r_{PS} počítá podle vzorce:

$$r_{PS} = \left(\frac{r_d * C - EBIT}{r_d * C - 10 * A} \right)^2 \quad (13)$$

4. Poslední přírážka za finanční stabilitu závisí na schopnosti podniku hradit včas své závazky, tedy likviditě $L = \text{oběžná aktiva} / \text{krátkodobé závazky}$.

Pro $L < XL1$ je $r_{FS} = 10\%$.

Pro $L > XL2$ je $r_{FS} = 0\%$.

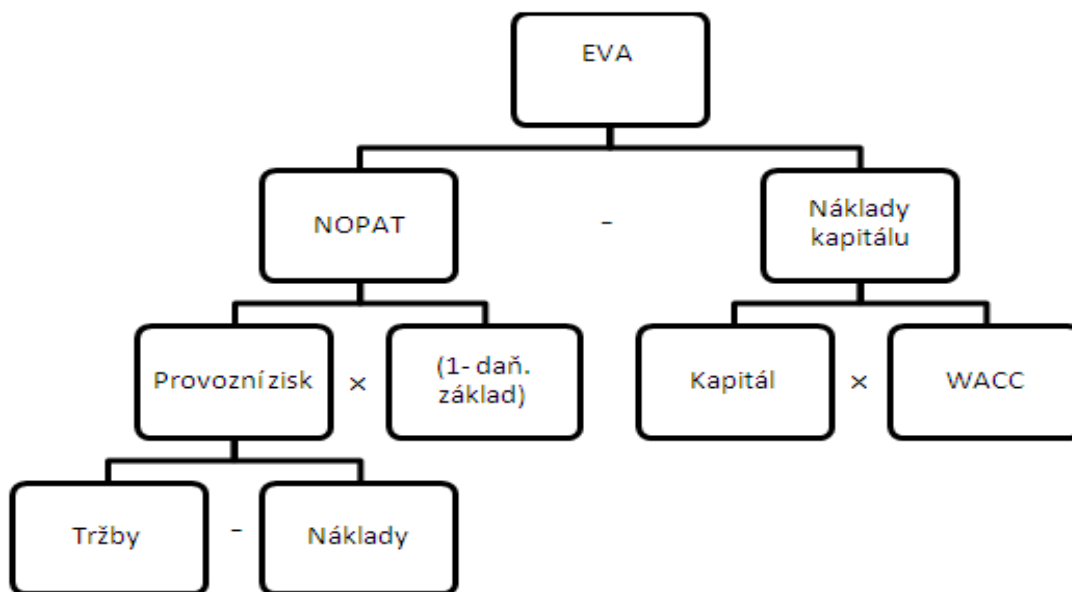
Je-li $XL1 < L < XL2$ pak se r_{FS} počítá podle vzorce:

$$r_{FS} = \left(\frac{XL2 - \text{běžná likvidita}}{XL2 - XL1} \right)^2 * \frac{1}{10} \quad (14)$$

¹⁷ SCHOLLEOVÁ H., Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy, 2. aktualiz. a rozšiř. vyd. Praha: Grada, 2012, s. 71

XL1 a XL2 jsou stanoveny pro každé odvětví. XL1 se dá interpretovat jako dolní hranice likvidity a XL2 je průměrná běžná likvidita podniků v ČR. Ministerstvo průmyslu a obchodu, který tuto metodu využívá pro svoje účely, doporučuje v případě individuální aplikace metodiky používat XL rovné 1 a XL2 rovné 2,5.

Výpočtem složek EVA můžeme daný ukazatel spočítat. Rozložení EVA na jednotlivé položky vypadá následovně.



Obrázek 1: Dekompozice ukazatele EVA

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., 2001. s. 90.

2.3. Verze ukazatele EVA

Výše je uveden hlavní vzorec pro výpočet ekonomické přidané hodnoty a zjednodušený popis složek, jež využívá. Existují však i další verze tohoto ukazatele, například kvůli potřebě podniků počítat s jinými daty nebo pro srovnání výsledků s jinými výsledky.

2.3.1. Zjednodušený výpočet EVA

Tento výpočet je ideální pro případy, kdy pro transformaci účetních dat na ekonomické je nedostatek informací:¹⁸

$$EVA = \check{C}Z - r_e * VK \quad (13)$$

kde:

$\check{C}Z$ = čistý zisk;

r_e = náklady na vlastní kapitál;

VK = vlastní kapitál.

Toto vyjádření je využíváno například Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR.

2.3.2. Ukazatel REVA (Refined EVA)

Tzv. "zlepšená" EVA počítá se stejným NOPAT i WACC jako předtím. Změnou je, že vložený kapitál se počítá na základě tržní hodnoty. To znamená, že vychází z předpokladu ocenění investovaného kapitálu trhem. Může působit problematicky, jelikož mísí tržní hodnoty, jež v sobě obsahují předpoklad budoucího dlouhodobého vývoje a měřítko provozní výkonnosti podniku jednoho období.¹⁹

2.3.3. Relativní ukazatele EVA

Ukazatel EVA je podle Mařík a Maříková²⁰ ukazatelem absolutním a tedy ovlivňovaný velikostí podniku. Pro srovnání EVA mezi podniky byly navrženy ukazatele relativní. Patří mezi ně: hodnotové rozpětí (Value Spread), relativní EVA podle London Business Scholl a EVA – ROS.

1. Hodnotové rozpětí (Value Spread)

Hodnotové rozpětí se vypočítá jako podíl EVA a čistých operativních aktiv. Díky tomuto ukazateli, jelikož je upraven o riziko, lze srovnávat podniky různých velikostí, různou výši kapitálu, kapitálovou strukturou a především s odlišnou rizikovostí. Výjimkou jsou podniky s

¹⁸ PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. s. 64

¹⁹ PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. s. 64.

²⁰ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0

velkým podílem lidských zdrojů, které nejsou obsaženy v NOA. Tím dochází ke snižování nákladů kapitálu.

$$\text{Hodnotové rozpětí} = \frac{\text{EVA}}{\text{NOA}} \quad (13)$$

2. Relativní EVA podle London Business School

Tento ukazatel navržený London Business School se propočte jako podíl EVA a součtu osobních a celkových nákladů na kapitál. Výhodou je možnost srovnávání podniků s různou pracovní a kapitálovou intenzitou. Jeho obsah sděluje, jaký je podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty v podniku.²¹

$$\text{Relativní EVA} = \frac{\text{EVA}}{\text{Osobní náklady} + \text{WACC} * \text{NOA}} \quad (14)$$

3. EVA – ROS (Return on sales)

Poslední možností je relativní ukazatel, kde je EVA vztažena k dosaženému obratu. Výhodou je, že se vychází z provozního hospodářského výsledku NOPAT. Výsledkem je jakási provozní zisková marže, která má z důvodu výše uvedených lepší vypovídací schopnost než klasická rentabilita obratu. Zdrojem tohoto výpočtu je opět Mařík a Maříková viz odkaz dole pod čarou.

$$\text{EVA ROS} = \frac{\text{EVA}}{\text{Obrat}} \quad (14)$$

2.4. Aplikace EVA do podniků

Koncept EVA pro řízení své hodnoty již aplikovala řada společností. Mezi nejznámější patří například AT&T nebo Coca Cola, v Česku Škoda Auto. Největší výhodou je, že koncept tohoto ukazatele umožňuje manažerům chovat se jako vlastníci podniku a zlepšovat jim finanční, operativní a investiční rozhodování.

V podniku se často k měření jeho výkonnosti používá více ukazatelů, které se vzájemně neslučují. Tyto nesoulady lze odstranit při použití EVA, která spojuje činnosti lidí na více

²¹MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. s. 50.

úrovních řízení v podniku, zajišťuje tak společný jazyk a tím nevzniká rozporuplnost ve vytváření cílů, v plánování a rozhodování.

2.4.1. Podmínky použití EVA

Současně lze EVA použít pro řízení hodnoty společnosti. Podle M. Šuláka²² lze EVA úspěšně implementovat podle následujících kroků:

1. Zvolit EVA jako klíčový ukazatel měření výkonnosti společnosti
2. Zavést systém zainteresovanosti založený na tomto ukazateli

Ze zkušenosti však tyto dva kroky nestačí a je potřeba podstoupit mnohem více změn. Jsou jimi například výcvik pracovníků na vyšších pozicích, zejména manažerů, který vede k rozvoji jejich znalostí. Dále změna interesů zaměstnanců, organizační změny nebo procesní změny ve společnosti. Pro úspěšné zavedení EVA je ovšem zapotřebí vynaložit množství času a trpělivosti.

2.5. Výhody a nevýhody EVA

Ukazatel EVA patří k nejuznávanějším ukazatelům na planetě a nebylo by tomu tak, pokud by jeho zápory převyšovaly klady. EVA vede ke zvyšování hodnoty podniku, podněcuje manažery a zaměstnance k vyšším výkonům a stimuluje jejich činnost k lepším výsledkům. Ukazatel EVA stanovuje a ukazuje splnění cílů podniku, pomáhá ocenit jeho strategie a investiční příležitosti a hodnotí přínosy nových výrobků. Lze ho použít jak u jednotlivců, vnitropodnikových útvarů tak i u korporací.²³

Podle Lízalové²⁴ EVA představuje průlom v tradičním pohledu na výkonnost podniku a měření hodnoty podniku. Ukazatel EVA pomáhá investorům odhalit ty podniky, které by byly zárukou, že jejich investice povedou k růstu jejich bohatství.

Petra Růčková²⁵ hodnotí ukazatel EVA taktéž kladně slovy, že by ekonomická přidaná hodnota mohla nahradit celou řadu běžných poměrových ukazatelů, jako je ROA, EPS, čistá současná hodnota, vnitřní výnosové procento apod.

²² ŠULÁK, M., VACÍK, E.: Měření výkonnosti firem, vyd. Vysoká škola finanční a správní, 2005. ISBN 80-86754-33-2

²³ SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 5. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3494-1

²⁴ LIZALOVÁ, L. Vývoj ukazatele EVA ve vybraných odvětvích českého průmyslu. VŠP Jihlava: Logos Polytechnikos, 2010. ISSN 1804-3682

²⁵ RŮČKOVÁ, P.: Finanční analýza - 4. rozš. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3916-8

U EVA se lze také setkat i s nedostatky. Jedním z nich je, že zvýšení EVA nemusí vždy znamenat zvýšení hodnoty podniku. A nelze se proto zaměřit jen na současnou hodnotu EVA, ale je nutno dělat její prognózy i do budoucna. Další nevýhodou je, že při transformaci účetnictví pro výpočet EVA se ne vždy postupuje stejně. Například pokud by EVA pokaždé počítala jiná osoba, vznikaly by různé verze výpočtu a v tom případě by se nedal ukazatel srovnávat v čase, což je určitě komplikace. Dalším nedostatkem je složité zjišťování nákladů na vlastní kapitál a také to, že ekonomická přidaná hodnota se vyjadřuje absolutně a je těžké její výsledek srovnávat s jinými podniky či například s průměrem v odvětví.

3. ALTERNATIVY EVA

Ukazatel EVA se řadí k tzv. moderním ukazatelům výkonnosti podniku. V současné době vlivem nejvyspělejších moderních trhů dochází k širokému použití těchto ukazatelů. Jejich cílem je maximalizace hodnoty pro akcionáře. Dalším důvodem je kritika tradičních ukazatelů, které jsou uvedeny v první kapitole. Díky ní vznikají nové přístupy k měření, které se zaměřují na eliminaci těchto nedostatků.

Podle Mařík a Maříková²⁶, by tyto ukazatele měli splňovat následující kritéria:

- vykazovat co nejužší vazbu na hodnotu akcií
- umožňovat využití co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím
- překonávat dosavadní námitky proti účetním ukazatelům finanční efektivity
- umožňovat hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků
- umožňovat jasnou a přehlednou identifikaci vazby ukazatele na všechny úrovně řízení
- ukazatel by měl podporovat řízení hodnoty

Každý podnik je specifický a jedinečný. Pro výpočet jeho výkonnosti existuje řada ukazatelů, tak aby vyhověl výše uvedeným kritériím. Dále následují některé nejvíce používané ukazatele.

3.1. Diskontované cash flow - DCF (Discounted Cash Flow)

Diskontované cash flow pomocí nákladu na kapitál bere v potaz čas i riziko, při kterém jsou peněžní toky produkovány. Investory je volen při hodnocení jejich investic jakožto výhodné měřítko pro měření výkonnosti podniku. Využívají přitom čistou současnou hodnotu nebo vnitřní výnosové procento.

Výpočet **čisté současné hodnoty** (Net Present Value, NPV):²⁷

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K \quad (14)$$

kde:

CF_t = peněžní toky z realizace investičního projektu v jednotlivých letech životnosti investice

K = kapitálový výdaj spojený s investicí

²⁶ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0

²⁷ PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. s. 44.

- n = doba životnosti investice
i = diskontní míra odrážející požadovanou výnosnost investice

Pokud je výsledek $NPV > 0$, je investice pro podnik přijatelná. Opak představuje nepřijatelnost investice a NPV , který se rovná nule, podnikovou hodnotu nezvyšuje ani nesnižuje.

Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return, IRR) je ukazatel efektivnosti investice nebo výnosnosti projektu, který podnik zamýšlí. Číselně je rovná diskontní sazbě, při které se NPV rovná nule.

Výpočet probíhá následovně:

1. Vypočítá se čista současná hodnota při zvolené diskontní sazbě
2. V případě kladné NPV zvolíme vyšší diskontní sazbu a vypočítáme NPV znovu
3. Následující vzorec použijeme v případě, že dostaneme NPV zápornou:²⁸

$$IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} (i_V - i_N) \quad (15)$$

kde:

- i_N = diskontní sazba, při níž NPV je kladná (NPV_N)
 i_V = diskontní sazba, při níž NPV je záporná (NPV_V)

Ukazatel DCF je vhodný pro výnosové oceňování podniku, avšak nevýhodou ukazatele je, že se nehodí jako součást běžného řízení. Několik důvodů pro toto tvrzení uvádí Mařík a Maříková²⁹:

1. Řada autorů je přesvědčená, že se jedná o krok zpět opírat se o pohled na podnik, který je založen pouze na analýze peněžních toků.
2. Pojmy a veličiny potřebné pro výpočet DFC jsou relativně vzdálené pro běžnou praxi, protože se opírá o akruální účetnictví.
3. Metoda DCF není příliš použitelná jako nástroj běžného řízení podniků a jeho částí a nelze tedy na ní stavět ukazatele hmotné zainteresovanosti manažerů.

²⁸ PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. s. 44.

²⁹ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0

3.2. Tržní přidaná hodnota - MVA (Market Value Added)

Dalším ukazatelem, taktéž vyprodukovaným Američany Sternem a Stewartem, je MVA. Tento ukazatel měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku (akcií) a hodnotou investovaného kapitálu do podniku od doby jeho založení. MVA ukazuje, jak majitelé odhadují budoucí chování podniku. Hodnota tohoto ukazatele je odrazem chování podniku na dobře fungujícím kapitálovém trhu. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím lépe. Může však nabývat i záporné hodnoty, která znamená sníženou hodnotu podniku. Zvýšením kapitálu podniku investoři očekávají vysokou výnosnost či nízké riziko. Pokud však investovaný kapitál snižují, je podle nich držení těchto akcií riskantní. Nevýhodou MVA je, že nelze přesně rozeznat výsledek práce manažerů od okolností, které nemohou ovlivnit. Výpočet vypadá následovně:

$$\text{MVA} = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (15)$$

Vztah mezi MVA a EVA lze matematicky vyjádřit následovně:³⁰

$$\text{MVA} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{EVA}_i}{(1 + \text{WACC})^i} \quad (16)$$

Podle Sterna a Shiely³¹ existuje zjevný vztah mezi růstem EVA a růstem MVA. Zvýšení EVA má tendenci předvídat zvýšení MVA. Jinými slovy, základní teorie říká, že MVA je čistá současná hodnota, která je rovna současné hodnotě budoucích EVA. Korelace mezi těmito ukazateli je značná.

3.3. Excess Return

Ukazatel Excess Return vychází z tržní hodnoty podniku. Ve svém výpočtu bere v úvahu jak investorovy požadavky na zhodnocení jeho kapitálu, tak i všechny přínosy, které z držení investice vlastník má. Vypočítá se jako:

$$\text{Excess Return}_n = \text{skutečná hodnota bohatství v období } n \quad (17)$$

- očekávaná hodnota bohatství v období n

³⁰ ŠULÁK, M., VACÍK, E.: Měření výkonnosti firem, vyd. Vysoká škola finanční a správní, 2005. s. 76.

³¹ STERN, J. M., SHIELY, J. S. The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organisation. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001. ISBN: 978-0-471-40555-9

kde:

skutečná hodnota bohatství představuje budoucí hodnotu přínosů pro vlastníky a očekávaná hodnota vyjadřuje hodnotu investovaného kapitálu na konci sledovaného období, při investorem předpokládané výnosnosti

3.4. Shareholder Value Added - SVA

Dalším ukazatelem výkonnosti je ukazatel SVA. Měří přidanou hodnotu podniku pro akcionáře. „*Shareholder Value představuje rozdíl mezi hodnotou celého podniku a hodnotou cizího kapitálu v tržních cenách k určitému datu.*“³² Základní myšlenka tohoto konceptu se zabývá zjištěním současné hodnoty podniku jako diskontovaného a očekávaného budoucího peněžního toku. Tento ukazatel lze vyjádřit takto:

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (17)$$

kde:

SV_t = hodnota podniku pro vlastníky v čase t

SV = současná hodnota CF z operativní činnosti pro prognózované období + diskontovaná zbytková hodnota ke konci plánovaného období + tržní hodnota neoperativních aktiv – cizí zdroje.

3.5. Cash Flow Return on Investment- CFROI

Ukazatel CFROI je podobný ukazateli DCF. Na rozdíl od něho však počítá pouze s hodnotami očištěnými od inflace. To umožňuje porovnávat podniky nejen v čase, ale i v různých státech. Od ukazatele EVA se liší tím, že jde mnohem dál v odstraňování vlivu akruálního účetnictví. Základem je opět použití vnitřního výnosového procenta.

Ukazatel CFROI se vypočítá podle vztahu:³³

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{HPCF_t}{(1 + IRR)^t} + \frac{HNA}{(1 + IRR)^n} \quad (18)$$

kde:

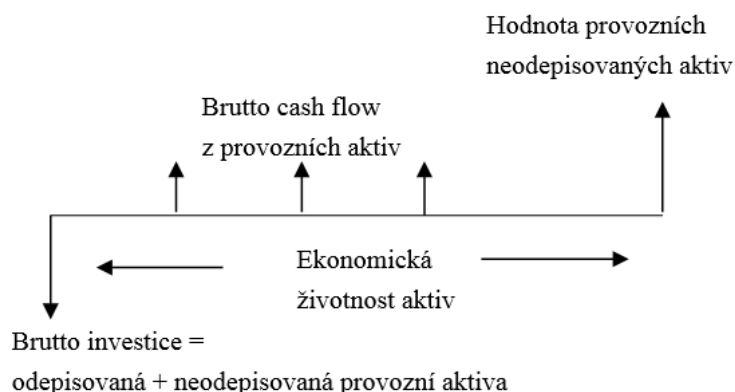
I = brutto investice

³² PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. s. 91

³³Upraveno podle: ŠULÁK, M., VACÍK, E.: Měření výkonnosti firem, vyd. Vysoká škola finanční a správní, 2005. s. 77.

HPCF	= hrubý provozní cash flow
HNA	= hodnota neodepisovaných aktiv
n	= doba ekonomické životnosti
t	= jednotlivé kroky budoucího období n
IRR	= vnitřní výnosové procento

CFROI vychází z předpokladu, že se za sledované období hodnota aktiv nebude měnit, tudíž se nebude měnit ani hodnota generovaných peněžních toků. Jeho podstata je vysvětlená podle následujícího obrázku:



Obrázek 2: Podstata CFROI

Zdroj: PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A., 2009, s. 93.

Výhodou tohoto ukazatele podle Pavelkové a Knápkové³⁴ je možnost porovnání výkonnosti podniku v čase a se zahraničními podniky. Jeho používáním je možné odhalit různé problémy, které souvisí s řízením výkonnosti podniku. A ve srovnání s ukazatelem EVA je jeho vyjádření v procentech mnohem pohodlnější.

Podle Mariniče jde o: "nejpřísnější ukazatel založený na principu vnitřního výnosového procenta investice"³⁵. K nevýhodám patří náročný výpočet a menší srozumitelnost úprav vstupních dat. Někdy se hodnota výpočtu odklání od představ budoucího vývoje tržeb a dlouhodobého plánování.

Podle profesora Younga, konzultanta EVA pro některé Americké, Evropské a Asijské společnosti a O'Byrna, který je vice prezidentem společnost Stern Stewart & Co, může použití toho ukazatele vést manažery k investicím až se zápornou čistou současnou hodnotou.

³⁴ PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 80-86131-63-7

³⁵MARINIČ, P.: Plánování a tvorba hodnoty firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2008. s. 46.

3.6. Return on net assets - RONA

Dalším hodnotovým ukazatelem založeným na poměrové analýze finančního výstupu a zdrojů je RONA - výnosnost čistých aktiv. Vypočítá se jako podíl provozního zisku po zdanění NOPAT a NOA.

$$\text{RONA} = \text{NOPAT}/\text{NOA} \quad (19)$$

Pro zjištění výkonnosti podniku se porovnává výsledek RONA s vynaloženými náklady na kapitál (RONA - WACC).

3.7. Cash Return on Gross Assets - CROGA

Hotovostní rentabilita hrubých (brutto) aktiv neboli CROGA je dalším moderním ukazatelem měření výkonnosti podniku. Pracuje s provozním cash flow po zdanění a hrubými aktivy. Jeho výsledkem je podíl těchto dvou složek. Provozním cash flow se v tomto případě rozumí součet čistého provozního zisku a odpisů. Hrubá aktiva jsou sumou dlouhodobého provozního majetku a pracovního kapitálu. Vypočítá se jako:

$$\text{CROGA} = \text{OATCF}/\text{GA} \quad (20)$$

kde:

OATCF = provozní cash flow po zdanění

GA = hrubá brutto aktiva

Výsledek CROGA se poměruje s náklady na kapitál (WACC). Pro tvorbu hodnoty platí: CROGA > WACC.

4. VÝVOJ UKAZATELE EVA V KONKRÉTNÍM PODNIKU

Tato část práce se zabývá hlavně výpočtem ukazatele EVA, výpočtem a vymezením jeho jednotlivých složek. Dále zde jsou spočítány alternativy EVA a další vybrané ukazatelé ze skupiny moderních ukazatelů hodnocení výkonnosti podniku.

Data, která se pro výpočty použítá, patří společnosti Phillip Morris, a.s. Výpočty jednotlivých ukazatelů budou zobrazeny v pětiletých časových řadách.

4.1. Základní informace o společnosti



Obrázek 3: Logo společnosti

Zdroj: Philip Morris, a.s.

4.1.1. Obecný profil společnosti

Společnost Philip Morris ČR, a.s., patří do skupiny Philip Morris International Inc., která je přední mezinárodní tabákovou společností, jejíž výrobky jsou prodávány přibližně ve 180 zemích světa. Philip Morris ČR je největším výrobcem a prodejcem tabákových výrobků v České republice. Společnost je kótována na Burze cenných papírů Praha.

Historie působení společnosti v ČR sahá do roku 1987, kdy Československý tabákový průmysl začal s licenční výrobou cigaret Marlboro. V roce 1992 získala společnost Philip Morris většinový podíl ve státem vlastněné společnosti Tabák, a.s. a od roku nese název Philip Morris ČR, a.s.

Továrna se nachází v Kutné Hoře, kde je jediným závodem pro výrobu cigaret a tabákových výrobků v České republice. Její provoz je od roku 1992 neustále zlepšován a rozšiřován. V roce 2010 společnost investovala 750 mil. korun do modernizace.

Philip Morris ČR, a.s. vlastní 99% obchodní podíl v dceřiné společnosti Philip Morris Slovakia, s.r.o., která je registrovaná ve Slovenské republice.

Philip Morris ČR, a.s. zaměstnává více jak 1 200 lidí.

4.1.2. Předmět činnosti

Předmětem činnosti je výroba cigaret a tabákových výrobků. Philip Morris a.s. nabízí mezinárodní a domácí značky cigaret, jimiž jsou Marlboro, L&M, Red & White, Philip Morris, Petra či Sparta. V roce 2013 zahrnovalo portfolio společnosti v ČR více než 9 značek v 68 variantách.

4.2. Klasické ukazatele výkonnosti podniku

Klasickými ukazateli výkonnosti podniku jsou ukazatele zisku, cash flow a rentability. Pro výpočet ukazatelů se vychází z rozvah podniku, výkazů zisků a ztrát a výkazů cash flow.

4.2.1. Ukazatele rentability

Ukazatele rentability slouží jako měřítko schopnosti podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. V následující tabulce jsou shrnuty výsledky ROI, ROA, ROE a ROS za léta 2009 až 2013.

Tabulka 2: Ukazatele rentability

	2013	2012	2011	2010	2009
ROI	27,46%	29,31%	30,27%	25,94%	27,74%
ROA	12,66%	17,05%	18,05%	18,8%	22,78%
ROE	27,94%	29,78%	30,72%	26,04%	28,09%
ROS	17,44%	18,83%	20,9%	20,96%	21,44%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z výsledků ukazatelů je patrné, že společnost můžeme hodnotit velice pozitivně. Philip Morris efektivně využívá jak vlastní tak i cizí kapitál. Podnik je schopný dosahovat pozitivních výsledků z investovaného kapitálu.

4.2.1. Ukazatele zisku

Vývoj zisků společnosti Philip Morris v letech 2008 – 2013 je uveden v následující tabulce. Výsledek hospodaření je rozdělen na čistý zisk EAT, zisk před zdaněním EBT, zisk před úroky a zdaněním EBIT a EBITDA - zisk před úroky, zdaněním a odpisy. Údaje jsou v mil. Kč.

Tabulka 3: Ukazatele zisku

	2013	2012	2011	2010	2009
EBITDA	3 235	3 492	3 618	3 404	3 569
EBT	2 783	3 049	3 166	2 975	3 206
EBIT	2 782	3 039	3 146	2 975	3 206
EAT	2 227	2 441	2 541	2 390	2 506

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 3 je evidentní klesající vývoj čistého zisku od roku 2011. Celkový pohled na vývoj zisků je lehce nerovnoměrný. Neví se, zdali příští rok zisky opět klesnou nebo porostou. Kvůli tomu je pro potencionální investory nemožné předvídat budoucí vývoj zisku společnosti.

4.2.1. Ukazatele cash flow

Vývoj cash flow je v jednotlivých letech rozdělen podle činností na CF provozní, investiční a finanční. Pohyb cash flow je uveden v tabulce 4 s údaji v mil. Kč. Provozní cash flow je ve všech sledovaných obdobích kladné. Výdaje spojené s provozní činností tudíž nepřevýšily příjmy z provozní činnosti. Cash flow z investiční činnosti je každoročně záporné. To svědčí o investiční činnosti ze strany společnosti do budov, strojů atd. Záporné peněžní toky z finanční činnosti reprezentují výplatu dividend akcionářům. Konečné stavy CF v jednotlivých letech jsou kladné, proto je lze hodnotit pozitivně.

Výpočet volného cash flow z důvodu problematického určení, zda je investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutná nebo ne, v této práci nebude zahrnut.

Tabulka 4: Vývoj toků cash flow

	2013	2012	2011	2010	2009
Počáteční stav CF	5 207	5 887	7 100	5 988	-334
CF z provozní činnosti	3 125	2 387	2 589	3 870	8 508
CF z investiční činnosti	-668	-536	-333	-615	-648
CF z finanční činnosti	-2 471	-2 526	-3 460	-2 143	-1 538
Změny směnných kurzů	25	-5	0	0	0
<i>Čisté zvýšení/snížení PP</i>	<i>-14</i>	<i>-675</i>	<i>-1 213</i>	<i>1 112</i>	<i>6 322</i>
Konečný stav CF	5 218	5 207	5 887	7 100	5 988

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3. Hodnocení výkonnosti podniku dle ukazatele EVA

K výpočtu ukazatele EVA je potřeba nejdříve stanovit jeho jednotlivé složky, jimiž jsou NOA, NOPAT a WACC.

4.3.1. Vymezení NOA

Prvním krokem k tomu vypočítat EVA je stanovení NOA. Lze ho vyčíst z aktiv v rozvaze. Tuto položku je však potřeba upravit. Aktivovat položky, které v rozvaze nejsou uvedeny, ale jsou využívány pro hlavní činnost. Dále odečíst položky, které nejsou operativními aktivy a nakonec snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

Aktivace položek

Philip Morris ve své výroční zprávě goodwill nevyčísľuje a dlouhodobý majetek prostřednictvím leasingu společnost nepořizuje. Veškeré výdaje na pořízení dlouhodobých aktiv byly financovány z vlastních zdrojů. Tudíž NOA se o žádné položky navyšovat nebude.

Dále se sleduje, zda se neliší oceňování dlouhodobého majetku. Pozemky, budovy a zařízení jsou prvotně vykázány v pořizovací ceně a jsou s výjimkou pozemků (které se neopotřebovávají a tudíž neodepisují) odepisovány a vykazovány v zůstatkové hodnotě. Nevznikají proto žádné oceňovací rozdíly.

Vyčlenění neoperativních aktiv

Co se týče vyčlenění neoperativních aktiv, je důležité charakterizovat, která aktiva nemají operativní charakter, a tudíž nejsou nezbytná pro hlavní výdělečnou činnost podniku a následně je od NOA odečíst.

První takovou položkou se jeví dlouhodobý finanční majetek. Tento druh majetku však ve vlastnictví Philip Morris není.

Co se týče nedokončených investic, tak pro tvorbu hodnoty současných výsledků hospodaření nemají žádný efekt, jelikož jsou nedokončené, a proto by měli být také vyčleněny. Analyzovaná společnost žádné nedokončené investice nemá.

Část peněžních prostředků z krátkodobého finančního majetku je potřeba vyčlenit v případě, že ukazatel hotovostní likvidity podniku v minulých letech vykazoval vyšší hodnotu, než je nutno. Z tohoto důvodu je potřeba hotovostní likviditu podniku spočítat.

Hotovostní likvidita = (krátkodobý finanční majetek) / krátkodobé dluhy

Hotovostní likvidita = (5 219) / 13 875 = 0,38

Doporučená míra hotovostní likvidity by se měla pohybovat mezi 0,2 až 0,5. Z výpočtu lze vidět, že se podnik do doporučeného intervalu vejde. To znamená, že v roce 2013 podnik nemá krátkodobý finanční majetek navíc, proto se nebude nic vyčleňovat. Protože se EVA počítá v rozmezí pěti let, je zde tabulka s hotovostní likviditou v jednotlivých letech.

Tabulka 5: Hotovostní likvidita

	2013	2012	2011	2010	2009
Hotovostní likvidita	0,38	0,54	0,65	1,1	1,28

Zdroj: Vlastní zpracování

V letech 2012 až 2009 podnik vykazuje hotovostní likviditu nad rámec doporučené hodnoty. Proto se výše peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů bude adekvátně výpočtu EVA snižovat. Pokud by se uvažovalo to snižovat na nejvyšší možnou míru, tj. 0,5, potom by se krátkodobý finanční majetek měl rovnat přesně 0,5 krátkodobých závazků, tedy polovině.

Tabulka 6: Výše krátkodobého finančního majetku

	2013	2012	2011	2010	2009
Krátkodobý finanční majetek	5 219	5 208	5 887	7 100	5 999
Krátkodobý finanční majetek upravený	5 219	4 747	4 519	3 227	2 336
Rozdíl	0	462	1 368	3 873	3 663

Zdroj: Vlastní zpracování

Dále je potřeba z aktiv vyloučit nevyužité pozemky a budovy nebo pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku. Ve výroční zprávě je uvedeno, že pozemky, budovy a zařízení, které již nejsou používány nebo jsou z jiných důvodů vyřazeny, jsou spolu s oprávkami vztahujícími se k příslušnému aktivu z finančních výkazů vyřazeny. Co se týče pohledávek, souvisí výhradně s hlavní činností podniku.

Posledním krokem je upravená aktiva snížit o pasiva, která nenesou náklad. Takovými pasivy jsou: krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení a nezaplatněné dlouhodobé závazky, případně rezervy, které mají charakter skutečných závazků. Následující tabulka zobrazuje přehled těchto položek v jednotlivých letech:

Tabulka 7: Pasiva, která nenesou náklad

	2013	2012	2011	2010	2009
Obchodní a ostatní finanční závazky	1 460	1 309	1 010	765	798
Ostatní nefinanční závazky	231	200	206	223	172
Daň z příjmů splatná	8	6	31	60	12
Ostatní daňové závazky	12 137	7 961	7 773	5 390	3 675
Rezervy na krátkodobé půjčky	20	16	18	16	4
Celkem	13 856	9 492	9 038	6 454	4 661

Zdroj: Vlastní zpracování

Následující tabulka vyjadřuje shrnutí dopadu na výpočet NOA a výsledné NOA v jednotlivých letech 2013 až 2009.

Tabulka 8: Vymezení NOA

	2013	2012	2011	2010	2009
Pozemky, budovy a zařízení	3 147	2 897	2 735	2 752	2 561
Nehmotná aktiva	25	51	79	106	111
Odložená daňová pohledávka	6	5	7	5	5
Dlouhodobá aktiva	3 178	2 953	2 821	2 863	2 677
Zásoby	2 120	1 775	1 297	1 169	1 333
Pohledávky	1 514	1 598	1 679	1 636	1 488
Ostatní nefinanční aktiva	9 935	6 285	5 740	2 893	2 158
Daň z příjmů splatná	2	1	9	7	51
Krátkodobý finanční majetek (upravený)	5 219	4 747	4 519	3 227	2 336
Krátkodobá aktiva	18 790	14 406	13 244	8 932	7 366
Neúročené závazky	13 856	9 492	9 038	6 454	4 661
NOA	4 934	4 914	4 206	2 478	2 705

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.2. Vymezení NOPAT

Dalším krokem k výpočtu EVA je vymezení NOPAT. Je důležité dodržet symetrii mezi NOA a NOPAT. To znamená, pokud některé činnosti byly zařazeny do NOA, je potřeba je vyřadit z NOPAT. Pro jeho určení se vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti (před zdaněním) a provádí se následující úpravy:

Za prvé se musí vyloučit placené úroky, které se přičítali k NOA. Jakožto společnost Philip Morris nenakupuje nic na leasing, tak žádné placené úroky se k NOA nepřičítali a tudíž se nebude ani nic odečítat.

Dále je potřeba z hospodářského výsledku vyloučit mimořádné položky. Těmi jsou položky, které se svou výší a charakterem již nebudou opakovat. Jedná se například o prodej

dlouhodobého hmotného majetku, odstupné pro větší počet zaměstnanců, rozpouštění nevyužitých rezerv nebo mimořádné odpisy majetku. Následující tabulka zobrazuje tyto položky jednotlivě za každý rok včetně jejich souhrnu:

Tabulka 9: Mimořádné položky

	2013	2012	2011	2010	2009
Výnosy z prodeje pozemků, budov a zařízení	4	37	1	8	7
Odstupné zaměstnancům	6	3	7	16	4
Celkem	10	40	8	24	11

Zdroj: Vlastní zpracování

Ve výpočtu NOPAT je nutné zohlednit i vliv změn vlastního kapitálu. Vypustit náklady na výzkum a vývoj a přičíst odpisy, které vznikají z vyšších pořizovacích cen. Podnik však žádné náklady na výzkum a vývoj nevykazuje a jeho budovy, pozemky a zařízení jsou prvotně vykázány v pořizovací ceně. Tudíž nevznikají žádné dodatečné odpisy.

Dalším krokem je vyloučení finančních výnosů a nákladů spojených s dlouhodobým finančním majetkem podniku, pokud není brán jako operativní aktivum. Společnost Philip Morris vykazuje položku finanční výnosy, pod kterou rozumí přijaté úroky z půjček a depozit poskytnutých své dceřiné společnosti. Dle uvážení autora této práce, je tuto položku nutné od NOPAT odečíst. Následující tabulka zobrazuje výši finančních výnosů v rozmezí pěti let.

Tabulka 10: Finanční výnosy

	2013	2012	2011	2010	2009
Finanční výnosy	2	10	20	29	60

Zdroj: Vlastní zpracování

Posledním krokem je zdanění NOPAT. Výše daně, která se od NOPAT odečítá, se skládá z původní daně, kterou musí podnik zaplatit, a tzv. upravené daně. Jedná se o daň z rozdílu mezi výsledkem hospodařením a výsledkem hospodařením upraveným pro výpočet NOPAT.

Sazba pro výpočet této daně se vypočítá vydělením hospodářského výsledkem skutečně odvedenou daní. Následně se takto vypočítaný rozdíl vynásobí sazbou daně z příjmů právnických osob. Sazby činí 19% s výjimkou roku 2009, kde je sazba 20%. Výsledný NOPAT se vypočítá jako upravený VH – původně placená daň – upravená daň. Následující tabulka shrnuje konečné úpravy.

Tabulka 11: Vymezení NOPAT

	2013	2012	2011	2010	2009
VH z běžné činnosti	2 783	3 049	3 166	2 975	3 182
Mimořádné položky	10	40	8	24	11
Finanční výnosy	2	10	20	29	60
VH z běžné činnosti po úpravách	2 771	2 999	3 138	2 922	3 111
Rozdíl	12	50	28	53	71
Původně placená daň	556	608	625	585	676
Upravená daň	2,28	9,5	5,32	10,07	14,2
NOPAT	2 213	2 382	2 508	2 327	2 421

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.3. Výpočet WACC

Poslední položkou zbývající k výpočtu ukazatele EVA je WACC neboli průměrné vážené náklady na kapitál. Ke stanovení WACC je použit model ratingový neboli stavebnicový. Tento model stanovuje WACC metodou přirážek za specifická rizika firmy, jimiž jsou: bezriziková výnosová míra, přirážka za malou velikost firmy, přirážka za množnou nižší podnikatelskou stabilitu a přirážka za možnou nižší finanční stabilitu.

Bezriziková výnosová míra r_f

První položkou je bezriziková výnosová míra. Hodnoty se odhadují podle výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů. Data jsou průměrem měsíčních hodnot, které lze nalézt na odkaze pod tabulkou níže.

Tabulka 12: Bezriziková výnosová míra

	2013	2012	2011	2010	2009
rf	2,1%	2,7%	3,7%	3,8%	4,8%

Zdroj: ČNB

Přirážka za velikost firmy r_{LA}

Tato položka se počítá v závislosti na velikosti kapitálu firmy. Phillip Morris má svůj celkový kapitál od roku 2009 do 2013 vyšší než 3 mld. Kč, tudíž se tato přirážka ve všech letech rovná nule.

Přirážka za podnikatelskou stabilitu r_{PS}

Další součást WACC se stanovuje vzhledem k výsledku podílu provozního zisku a celkových aktiv. Platí, že pokud je EBIT/A menší jak nula, tak přirážka za podnikatelskou stabilitu je 10%. Pokud je EBIT/A větší jak násobek úrokové míry placené za cizí kapitál r_d a C/A , je přirážka rovna minimálně hodnotě r_{PS} v odvětví. Úroková míra placená za cizí kapitál se pro daný podnik rovná nule, jelikož podnik nemá žádný půjčený kapitál. Pro lepší přehlednost v jednotlivých letech slouží následující tabulka.

Tabulka 13: Přirážka za podnikatelskou stabilitu

	2013	2012	2011	2010	2009
EBIT/A	$2\,782/21\,968 = 0,13$	0,17	0,18	0,19	0,23
$r_d * C/A$	$0 * 7\,970/21\,968 = 0,036$	0	0	0	0
r_{PS}	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: Vlastní zpracování

Přirážka za finanční stabilitu r_{FS}

Velikost této přirážky se odvíjí od velikosti poměru $L = \text{oběžná aktiva} / \text{krátkodobé závazky}$ a její vztahu s $XL1$ a $XL2$. Pokud $XL1 < L < XL2$, kde $XL1 = 1$ a $XL2 = 2,5$, tak se přirážka počítá podle vzorce, viz teoretická část. Pro znázornění hodnoty v každém roce opět slouží tabulka níže.

Tabulka 14: Přirážka za finanční stabilitu

	2013	2012	2011	2010	2009
Běžná likvidita	1,36	1,57	1,62	1,98	2,36
r_{FS}	5,78%	3,84%	3,44%	1,2%	0,09%

Zdroj: Vlastní zpracování

V následující tabulce jsou shrnuty všechny položky nutné pro výpočet WACC v jednotlivých letech. Z tabulky je patrné, že se průměrné vážené náklady na kapitál od roku 2009 zvyšují.

Tabulka 15: Výpočet WACC

	2013	2012	2011	2010	2009
r_f	2,1%	2,7%	3,7%	3,8%	4,8%
r_{LA}	0%	0%	0%	0%	0%
r_{PS}	0%	0%	0%	0%	0%
r_{FS}	5,78%	3,84%	3,44%	1,2%	0,09%
WACC	7,88%	6,54%	7,14%	5%	4,89%

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.4. Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Výsledky výpočtu ekonomické přidané hodnoty jsou uvedeny v tabulce 14. Použitý vztah je $EVA = NOPAT - WACC * NOA$.

Tabulka 16: Výpočet EVA

	2013	2012	2011	2010	2009
NOA	4 934	4 914	4 206	2 478	2 705
NOPAT	2 213	2 382	2 508	2 327	2 421
WACC	7,88%	6,54%	7,14%	5%	4,89%
EVA	1824	2061	2208	2203	2289

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledné hodnoty EVA jsou kladné a podnik vzhledem k výši konečných výsledků dosahuje vysoké tržní hodnoty. Výsledné hodnoty se pohybují v intervalu od 2 289 mil. Kč do 1 824 mil. Kč. Lze tedy zpozorovat lehce klesající trend.

4.3.5. Relativní ukazatele EVA

Relativní ukazatele EVA jsou vyjádřené procentuálně a můžeme je tudíž pro porovnání srovnávat s ostatními podniky.

1. Hodnotové rozpětí (value spread)

Využívá se pro srovnávání podniků s různou velikostí, kapitálovou strukturou a hlavně rizikem. Výpočtem je podíl ukazatele EVA a NOA.

Tabulka 17: Hodnotové rozpětí

	2013	2012	2011	2010	2009
EVA	1824	2061	2208	2203	2289
NOA	4 934	4 914	4 206	2 478	2 705
Value Spread	37 %	42 %	53%	89 %	85 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Z výsledků je patrné, že value spread vykazuje nadměrné hodnoty. Což je určitě dobře.

2. Relativní EVA podle London Business School

Tento výpočet bere v úvahu slabinu value spread, která ve srovnání podniků s velkou účastí lidí, například v podniku služeb, nepočítá s lidskými zdroji. Lze proto dle tohoto ukazatele srovnávat podniky s různou pracovní a kapitálovou intenzitou. Výpočtem je podíl EVA a sumy osobních nákladů s WACC násobených NOA. Osobní náklady tvoří náklady na zaměstnance a zaměstnanecké požitky, které sčítají mzdové náklady, náklady na sociální a zdravotní zabezpečení, penzijní náklady, úhrady vázané na akcie a ostatní sociální náklady.

Tabulka 18: Relativní EVA podle London Business School

	2013	2012	2011	2010	2009
EVA	1824	2061	2208	2203	2289
Osobní náklady	1 084	1 066	1 047	1 047	986
WACC	7,88%	6,54%	7,14%	5%	4,89%
NOA	4 934	4 914	4 206	2 478	2 705
Relativní EVA	124%	149%	164%	188%	205%

Zdroj: Vlastní zpracování

Daný ukazatel vykazuje trvale vysoce kladnou hodnotu, avšak s klesající tendencí.

3. EVA – ROS

Při výpočtu EVA – ROS se vychází z provozního výsledku hospodaření NOPAT. Což je hlavní rozdíl oproti klasickému ukazateli rentability tržeb, který vychází z čistého zisku. Výpočtem je podíl EVA a obratu podniku. Obratem se chápou pouze tržby za prodané výrobky a zboží.

Tabulka 19: Výpočet EVA - ROS

	2013	2012	2011	2010	2009
EVA	1824	2061	2208	2203	2289
Obrat	12 770	12 963	12 155	11 402	11 690
EVA - ROS	14,28 %	15,90 %	18,17 %	19,32 %	19,58 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Společnost tvoří zisk, což je dobře, ale výsledky ukazatele opět vykazují klesající tendenci.

4.4. Vybrané moderní ukazatele

4.4.1. Rentabilita čistých aktiv – RONA

Rentabilita čistých aktiv se vypočítá podílem položek NOPAT a čistých aktiv neboli NOA. Vychází ze stejných komponentů jako ekonomická přidaná hodnota, ale na rozdíl od ní nebere v úvahu náklady kapitálu. Z následující tabulky je patrné, že se výkonnost podniku zhoršuje.

Tabulka 20: Rentabilita čistých aktiv

	2013	2012	2011	2010	2009
NOPAT	2 213	2 382	2 508	2 327	2 421
NOA	4 934	4 914	4 206	2 478	2 705
RONA	44,85%	48,48%	59,63%	93,91%	89,50%

Zdroj: Vlastní zpracování

4.4.2. Cash Return on Gross Assets – GROGA

Výpočet CROGA je podílem provozního cash flow po zdanění a hrubých aktiv. Tyto dvě složky je nutné odděleně spočítat.

Hrubá aktiva jsou součtem dlouhodobých provozních aktiv a pracovního kapitálu. Neboli dlouhodobých aktiv, které souvisí s provozem podniku a některých položek oběžných aktiv, jimiž jsou zásoby, pohledávky a finanční majetek. Provozní cash flow se spočítá součtem čistého provozního zisku a odpisů. V následujících tabulkách je zobrazen výpočet hrubých aktiv a provozního cash flow v mil. Kč.

Tabulka 21: Hrubá aktiva

	2013	2012	2011	2010	2009
Pracovní kapitál	7 339	6 983	7 184	8 269	7 332
Dl. provozní aktiva	3 172	2 948	2 814	2 858	2 672
GA	10 511	9 931	9 998	11 127	10 004

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 22: Provozní cash flow po zdanění

	2013	2012	2011	2010	2009
Čistý provozní zisk	2 227	2 441	2 541	2 390	2 506
Odpisy	454	453	472	458	447
OATCF	2 681	2 894	3 013	2 848	2 953

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 23: CROGA v jednotlivých letech

	2013	2012	2011	2010	2009
GA	10 511	9 931	9 998	11 127	10 004
OATCF	2 681	2 894	3 013	2 848	2 953
CROGA	25,51%	29,14%	30,14%	25,6%	29,52%

Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatel CROGA se poměruje s váženými průměrnými náklady kapitálu. Platí, že pro tvorbu hodnoty by měla být $CROGA > WACC$. Tuto podmínku podnik splňuje ve všech letech.

4.5. Zhodnocení finanční výkonnosti společnosti Philip Morris

Cílem této kapitoly bylo ukázat možnosti měření a řízení výkonnosti ve vybraném podniku, kterým byl Phillip Morris, a.s.

V úvodní části byla představena analyzovaná společnost, její obecný profil a předmět činnosti.

V další části následovala klasická finanční analýza aplikovaná na vybraný podnik. Její závěry ukázaly, že společnost je ve velice dobrém finančním stavu. Společnost má nadprůměrné výsledky ukazatelů rentabilit, vysoké zisky a kladné cash flow. Zápor se ukázalo to, že společnost vykazuje lehce proměnlivé výsledky a je ve fázi stagnace nikoli růstu.

Další podkapitola se zabývala hodnocením podniku pomocí moderního ukazatele výkonnosti EVA. Na základě výsledných hodnot tohoto ukazatele v rozmezí pěti let lze podnik z hlediska tvorby hodnoty označit za úspěšný. Podnik trvale dosahuje vysoké hodnoty EVA, avšak s mírnou klesající tendencí. Obdobnou tendenci vykazuje EVA – ROS a relativní EVA podle London Business School, kde je ve všech sledovaných letech ukazatel rovněž kladný.

U zbylých vybraných moderních ukazatelů podnik opět tvoří kladnou hodnotu, avšak u ukazatele RONA vykazuje klesající tendenci.

ZÁVĚR

Práce se zabývala ukazatelem výkonnosti podniku EVA v teorii a praxi. Také zde byly představeny klasické ukazatele a některé moderní ukazatele. Práci lze rozdělit do dvou částí. V první části byly detailně popsány a rozebrány jednotlivé přístupy k měření a hodnocení finanční výkonnosti, a to s pomocí tradičních a moderních měřítek. Největší pozornost byla věnována ukazateli EVA. V druhé části byl analyzován podnik Phillip Morris, a.s., kde byla testována složitost aplikace vybraných ukazatelů a jejich vypovídací hodnota.

Finanční analýza je běžnou metodou pro zjištění finanční situace a výkonnosti podniků. Analyzuje především jeho současný stav a minulý vývoj, který vedl k tomuto stavu. Dle názoru autora pro zjištění, v jakém se podnik nachází stavu, v bohaté míře stačí klasické ukazatele výkonnosti. Z ukazatelů zisků lze zjistit, zda je podnik ziskový či ztrátový. Cash flow odpoví na otázku, zda má podnik větší příjem než výdaj peněžních prostředků a ukazatele rentability ukáží, zda firma efektivně hospodaří se svými vlastními prostředky.

Ukazatel EVA se jeví jako velice uznávaný světový ukazatel výkonnosti podniku. Avšak jeho aplikace na podnik je velice komplikovaná, co se týče časové náročnosti a některých postupů v jeho stanovování. Dalším problémem je osobní přístup každého finančního analytika společností. Postupy a metody pro výpočet EVA jsou jednoznačné, avšak v mnoha případech je nutné, tu či onu položku přičíst nebo odečíst na základě vlastního uvážení, které se nebude u všech analytiků shodovat. Podniků, které toto měřítko v ČR využívají, je vzhledem k jeho záporům velice málo.

Práce je doplněna přehlednými tabulkami a obrázky s popisem výpočtů a následným komentářem. V příloze jsou k nalezení roční závěrky společnosti, ze kterých výpočty vycházely.

POUŽITÁ LITERATURA

- [1] GRÜNWARD, R.: Analýza finanční důvěryhodnosti podniku. Praha, Ekopress, 2001. ISBN 8086119475 9788086119472
- [2] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 2. přeprac. rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1
- [3] LIZALOVA, L.: Vývoj ukazatele EVA ve vybraných odvětvích českého průmyslu. VŠP Jihlava: Logos Polytechnikos, 2010. ISSN 1804-3682
- [4] MARINIČ, P.: Plánování a tvorba hodnoty firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2008. ISBN 978-80-247-2432-4
- [5] MARRY, B., CLARK, D.: Nová Buffettologie. Praha: Grada 2012. ISBN 978-80-247-4085-0
- [6] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0
- [7] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha, Grada Publishing 2002. ISBN 80-24701-25-1
- [8] PAVELKOVA, D., KNÁPKOVÁ, A.: Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 80-86131-63-7
- [9] RŮČKOVÁ, P.: Finanční analýza - 4. rozš. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3916-8
- [10] SCHOLLEOVÁ H.: Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy, 2. aktualiz. a rozšiř. vyd. Praha: Grada, 2012, ISBN 978-80-247-4004-1
- [11] STERN, J. M., SHIELY, J. S.: The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organisation. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001. ISBN: 978-0-471-40555-9
- [12] SYNEK, M.: Ekonomická analýza. Praha: Oeconomica, 2003. ISBN 80-245-0603-3
- [13] SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 5. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3494-1
- [14] ŠULÁK, M., VACÍK, E.: Měření výkonnosti firem, vyd. Vysoká škola finanční a správní, 2005. ISBN 80-86754-33-2

- [15] VOCHOZKA, M.: Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1

Internetové zdroje

- [16] ČNB, a.s. [online]. [cit. 24. březen 2015]. Dostupné na <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=375&p_uka=1&p_strid=AEBA&p_od=200004&p_do=201502&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C>
- [17] Philip Morris, a.s. [online]. [cit. 18. březen 2015]. Dostupné na <http://www.pmi.com/cs_cz/pages/homepage.aspx>
- [18] Ministerstvo průmyslu a obchodu, www.mpo.cz [online]. [cit. 16. duben 2015]. Dostupné na <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>>

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha A: Rozvahy 2009-2013

Příloha B: Výkazy zisků a ztrát 2009-2013

Příloha C: Výkazy cash flow 2009-2013

Příloha A: Rozvahy 2009-2013

Konsolidovaný výkaz finanční pozice k 31. 12. 2010 (v milionech Kč)¹⁾

AKTIVA	Bod	31. 12. 2010	31. 12. 2009
Pozemky, budovy a zařízení	5	2 752	2 561
Nehmotná aktiva		106	111
Odložená daňová pohledávka	14	5	5
Dlouhodobá aktiva		2 863	2 677
Zásoby	7	1 169	1 333
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	8	1 636	1 488
Ostatní nefinanční aktiva	8	2 893	2 158
Daň z příjmů splatná		7	51
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	9	7 100	5 999
Krátkodobá aktiva		12 805	11 029
Dlouhodobá aktiva držena k prodeji		73	0
Aktiva celkem		15 741	13 706
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY	Bod		
Základní kapitál	10	2 745	2 745
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů		2 369	2 361
Nerozdělený zisk		3 511	3 264
Ostatní fondy	10	551	551
Kapitál a fondy celkem připadající na akcionáře Společnosti		9 176	8 921
Menšinový vlastní kapitál		1	1
Vlastní kapitál celkem		9 177	8 922
Odložený daňový závazek	14	110	112
Dlouhodobé závazky		110	112
Obchodní a ostatní finanční závazky	11	765	798
Nefinanční závazky	11	223	172
Daň z příjmů splatná		60	12
Ostatní daňové závazky	12	5 390	3 675
Rezerva na krátkodobé závazky	18	16	4
Přijaté půjčky	13	0	11
Krátkodobé závazky		6 454	4 672
Závazky celkem		6 564	4 784
Vlastní kapitál a závazky celkem		15 741	13 706

¹⁾ Příloha tvoří nedílnou součást této konsolidované účetní závěrky

Konsolidovaný výkaz finanční pozice k 31. 12. 2012 (v milionech Kč)

AKTIVA	Bod	31. 12. 2012	31. 12. 2011
Pozemky, budovy a zařízení	5	2 897	2 735
Nehmotná aktiva		51	79
Odložená daňová pohledávka	13	5	7
Dlouhodobá aktiva		2 953	2 821
Zásoby	7	1 775	1 297
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	8	1 598	1 679
Ostatní nefinanční aktiva	8	6 285	5 740
Daň z příjmů splatná		1	9
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	9	5 208	5 887
Krátkodobá aktiva		14 867	14 612
Aktiva celkem		17 820	17 433
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY	Bod		
Základní kapitál	10	2 745	2 745
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů		2 386	2 379
Nerozdělený zisk		2 512	2 594
Ostatní fondy	10	552	553
Vlastní kapitál připadající na akcionáře Společnosti		8 195	8 271
Menšinový vlastní kapitál		1	0
Vlastní kapitál celkem		8 196	8 271
Odložený daňový závazek	13	131	124
Dlouhodobé závazky		131	124
Obchodní a ostatní finanční závazky	11	1 309	1 010
Ostatní nefinanční závazky	11	200	206
Daň z příjmů splatná		6	31
Ostatní daňové závazky	12	7 961	7 773
Rezerva na krátkodobé závazky	17	16	18
Přijaté půjčky	9	1	0
Krátkodobé závazky		9 493	9 038
Závazky celkem		9 624	9 162
Vlastní kapitál a závazky celkem		17 820	17 433

Konsolidovaný výkaz finanční pozice k 31. 12. 2013 (v milionech Kč)

AKTIVA	Bod	31. 12. 2013	31. 12. 2012
Pozemky, budovy a zařízení	5	3 147	2 897
Nehmotná aktiva		25	51
Odloučená daňová pohledávka	14	6	5
Dlouhodobá aktiva		3 178	2 953
Zásoby	7	2 120	1 775
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	8	1 514	1 598
Ostatní nefinanční aktiva	8	9 935	6 285
Daň z příjmů splatná		2	1
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	9	5 219	5 208
Krátkodobá aktiva		18 790	14 867
Aktiva celkem		21 968	17 820
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY	Bod		
Základní kapitál	10	2 745	2 745
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů		2 397	2 386
Nerozdělený zisk		2 270	2 512
Ostatní fondy	10	557	552
Vlastní kapitál připadající na akcionáře Společnosti		7 969	8 195
Menšinový vlastní kapitál		1	1
Vlastní kapitál celkem		7 970	8 196
Odloužený daňový závazek	14	141	131
Dlouhodobé závazky		141	131
Obchodní a ostatní finanční závazky	11	1 460	1 309
Ostatní nefinanční závazky	11	231	200
Daň z příjmů splatná		8	6
Ostatní daňové závazky	13	12 137	7 961
Rezervy na krátkodobé závazky	18	20	16
Přijaté půjčky	9	1	1
Krátkodobé závazky		13 857	9 493
Závazky celkem		13 998	9 624
Vlastní kapitál a závazky celkem		21 968	17 820

Příloha B: Výkazy zisků a ztrát 2009-2013

Konsolidovaný výkaz úplného výsledku za rok končící 31. 12. 2010
(v milionech Kč)¹⁾

	Bod	2010	2009
Tržby	4	11 402	11 690
Náklady na prodané výrobky a zboží	16	-6 518	-6 398
Hrubý zisk		4 884	5 292
Odbytové náklady	16	-1 045	-1 236
Administrativní náklady	16	-883	-923
Ostatní výnosy	15	29	60
Ostatní provozní výnosy	19	111	174
Ostatní provozní náklady	20	-121	-161
Provozní zisk		2 975	3 206
Finanční náklady		0	-24
Zisk před zdaněním		2 975	3 182
Daň z příjmů	22	-585	-676
Čistý zisk		2 390	2 506
<i>Čistý zisk připadající na:</i>			
Akcionáře Společnosti		2 389	2 506
Menšinový podíl		1	0
Ostatní úplný výsledek			
Kurzové rozdíly		0	-4
Úplný výsledek za rok celkem		2 390	2 502
<i>Úplný výsledek za rok připadající na:</i>			
Akcionáře Společnosti		2 389	2 502
Menšinový podíl		1	0
Zisk na akciích základní a zředěný (Kč/akcie)	23	870	913

¹⁾ Příloha tvoří nedílnou součást této konsolidované účetní závěrky

Konsolidovaný výkaz úplného výsledku za rok končící 31. 12. 2012 (v milionech Kč)

	Bod	2012	2011
Tržby	4	12 963	12 155
Náklady na prodané výrobky a zboží	15	-8 025	-7 130
Hrubý zisk		4 938	5 025
Odbytové náklady	15	-1 130	-1 041
Administrativní náklady	15	-821	-848
Ostatní provozní výnosy	18	187	146
Ostatní provozní náklady	19	-135	-136
Provozní zisk		3 039	3 146
Finanční výnosy	14	10	20
Zisk před zdaněním		3 049	3 166
Daň z příjmů	21	-608	-625
Čistý zisk		2 441	2 541
<i>Čistý zisk připadající na:</i>			
Akcionáře Společnosti		2 440	2 541
Menšinový podíl		1	0
Ostatní úplný výsledek			
Kurzové rozdíly z přepočtu doceňné společnosti		-1	2
Úplný výsledek za rok celkem		2 440	2 543
<i>Úplný výsledek za rok připadající na:</i>			
Akcionáře Společnosti		2 439	2 543
Menšinový podíl		1	0
Zisk na akciích základní a zředěný (Kč/akcie)	22	889	926

Konsolidovaný výkaz úplného výsledku za rok končící 31. 12. 2013 (v milionech Kč)

	Bod	2013	2012
Tržby	4	12 770	12 963
Náklady na prodané výrobky a zboží	16	-8 093	-8 025
Hrubý zisk		4 677	4 938
Odbytové náklady	16	-1 124	-1 130
Administrativní náklady	16	-813	-821
Ostatní provozní výnosy	19	175	187
Ostatní provozní náklady	20	-134	-135
Provozní zisk		2 781	3 039
Finanční výnosy	15	2	10
Zisk před zdaněním		2 783	3 049
Daň z příjmů	22	-556	-608
Čistý zisk		2 227	2 441
<i>Čistý zisk připadající na:</i>			
Akcionáře Společnosti		2 226	2 440
Menšinový podíl		1	1
Ostatní úplný výsledek			
Kurzové rozdíly z přepočtu dceřiné společnosti		5	-1
Úplný výsledek za rok celkem		2 232	2 440
<i>Úplný výsledek za rok připadající na:</i>			
Akcionáře Společnosti		2 231	2 439
Menšinový podíl		1	1
Zisk na akcii základní a zředěný (Kč/akcie)	23	811	889

Příloha C: Výkazy cash flow 2009-2013

Konsolidovaný výkaz o peněžních tocích za rok končící 31. 12. 2010 (v milionech Kč)¹

	Bod	2010	2009
<i>Peněžní toky z provozní činnosti</i>			
Zisk před zdaněním		2 975	3 182
Odpisy dlouhodobých aktiv (včetně nehmotného majetku)	16	458	447
Nerealizované kurzové zisky (-) / ztráty (+), čisté		(1)	34
Čisté úrokové výnosy		(29)	(36)
Zisk z prodeje pozemků, budov a zařízení		(8)	(7)
Změna stavu opravných položek a rezerv		45	(34)
Ostatní nepeněžní úpravy – čisté		5	10
Peněžní toky z provozní činnosti před změnami pracovního kapitálu		3 445	3 596
<i>Změna stavu:</i>			
Obchodních a ostatních finančních pohledávek a Ostatních nefinančních aktiv		-966	3 532
Obchodních a ostatních finančních závazků a Nefinančních závazků		1 743	1 553
Zásob		143	548
Peněžní toky z provozu		4 365	9 229
Zaplacené úroky		0	-24
Zaplacená daň z příjmů		-495	-697
Čisté peněžní toky z provozní činnosti		3 870	8 508
<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>			
Výdaje na pořízení pozemků, budov a zařízení	5	-680	-712
Příjmy z prodeje pozemků, budov a zařízení		59	11
Výdaje na pořízení nehmotných aktiv		-23	-9
Přijaté úroky		29	62
Čisté peněžní toky z investiční činnosti		-615	-648
<i>Peněžní toky z financování</i>			
Zaplacené dividendy	24	-2 143	-1 538
Čistý peněžní tok z financování		-2 143	-1 538
Čisté zvýšení peněžních prostředků		1 112	6 322
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku roku		5 988	-334
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku	9	7 100	5 988

¹ Příloha tvoří nedílnou součást této konsolidované účetní závěrky

Konsolidovaný výkaz peněžních toků za rok končící 31. 12. 2012 (v milionech Kč)

	Bod	2012	2011
<i>Peněžní toky z provozní činnosti</i>			
Zisk před zdaněním		3 049	3 166
Odpisy dlouhodobých aktiv včetně nehmotného majetku	15	453	472
Nerealizované kurzové zisky (-) / ztráty (+)		-6	4
Čisté úrokové výnosy		-10	-20
Zisk z prodeje pozemků, budov a zařízení		-37	-1
Změna stavu opravných položek a rezerv		-8	13
Ostatní nepeněžní úpravy - čisté		12	17
Peněžní toky z provozní činnosti před změnami pracovního kapitálu		3 453	3 651
<i>Změna stavu:</i>			
Obchodních a ostatních finančních pohledávek a Ostatních nefinančních aktiv		-480	-2 876
Obchodních a ostatních finančních závazků a Nefinančních závazků		495	2 599
Zásob		-468	-151
Peněžní toky z provozu		3 000	3 223
Zaplacená daň z příjmů		-618	-643
Čisté peněžní toky z provozní činnosti		2 382	2 580
<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>			
Výdaje na pořízení pozemků, budov a zařízení	5	-612	-426
Příjmy z prodeje pozemků, budov a zařízení		68	82
Výdaje na pořízení nehmotných aktiv		-2	-9
Přijaté úroky		10	20
Čisté peněžní toky z investiční činnosti		-536	-333
<i>Peněžní toky z financování</i>			
Zaplacené dividendy	23	-2 526	-3 460
Čistý peněžní tok z financování		-2 526	-3 460
Čisté zvýšení peněžních prostředků		-680	-1 213
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku roku		5 887	7 100
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku	9	5 207	5 887

Konsolidovaný výkaz peněžních toků za rok končící 31. 12. 2013 (v milionech Kč)

	Bod	2013	2012
<i>Peněžní toky z provozní činnosti</i>			
Zisk před zdaněním		2 783	3 049
Odpisy dlouhodobých aktiv včetně nehmotného majetku	16	454	453
Čisté úrokové výnosy		-2	-10
Zisk z prodeje pozemků, budov a zařízení		-4	-37
Změna stavu opravných položek a rezerv		4	-8
Ostatní nepeněžní úpravy – čisté		-11	11
Peněžní toky z provozní činnosti před změnami pracovního kapitálu		3 224	3 458
<i>Změna stavu:</i>			
Obchodních a ostatních finančních pohledávek a Ostatních nefinančních aktiv		-3 566	-480
Obchodních a ostatních finančních závazků a Nefinančních závazků		4 358	495
Zásob		-345	-468
Peněžní toky z provozu		3 671	3 005
Zaplacená daň z příjmů		-546	-618
Čisté peněžní toky z provozní činnosti		3 125	2 387
<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>			
Výdaje na pořízení pozemků, budov a zařízení	5	-677	-612
Příjmy z prodeje pozemků, budov a zařízení		9	68
Výdaje na pořízení nehmotných aktiv		-2	-2
Přijaté úroky		2	10
Čisté peněžní toky z investiční činnosti		-668	-536
<i>Peněžní toky z financování</i>			
Vyplacené dividendy	24	-2 471	-2 526
Čistý peněžní tok z financování		-2 471	-2 526
Čisté snížení peněžních prostředků		-14	-675
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku roku		5 207	5 887
Dopad změny směnných kurzů na zůstatky peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů držených v cizích měnách		25	-5
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku	9	5 218	5 207