

Vliv investičních rozhodnutí na finanční výkonnost vybrané společnosti

Bc. Lenka Rýznarová

Diplomová práce
2025



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2024/2025

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení:	Bc. Lenka Rýznarová
Osobní číslo:	M23004
Studijní program:	N0412A050011 Finance
Specializace:	Finance podniku
Forma studia:	Prezenční
Téma práce:	Vliv investičních rozhodnutí na finanční výkonnost vybrané společnosti

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši v oblasti investičního rozhodování, hodnocení efektivnosti investičních projektů a způsobů měření finanční výkonnosti podniků.

II. Praktická část

- Charakterizujte vybranou společnost a zmapujte její investiční činnost v uvedeném období.
- Analýzujte realizované investiční projekty a hospodaření podniku v uvedeném období.
- Namodelujte scénář bez realizace investičních projektů, porovnejte výsledky modelové situace s reálnými aktivitami a výsledky podniku s využitím ukazatelů rentability a ekonomické přidané hodnoty.
- Zhodnotte dopady realizovaných investičních projektů do výsledků hospodaření společnosti.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam doporučené literatury:

BRAGG, Steven M. *Financial Analysis: A Business Decision Guide*. Third edition. Centennial, Colorado: Accounting Tools, Inc., 2017. ISBN 978-1-938910-96-8.
BREALEY, Richard A.; MYERS, Steward C. a ALLEN, Franklin. *Principles of Corporate Finance*. Thirteenth edition. New York: McGraw-Hill Education, 2020. ISBN 978-1-260-56555-3.
HRDÝ, Milan a STAŇKOVÁ, Anna. *Dlouhodobý finanční management*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2023. ISBN 978-80-7676-470-5.
KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ, Drahomíra; REMEŠ, Daniel a ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3. kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada, 2017. ISBN 978-80-271-0563-2.
VERNIMMEN, Pierre; QUIRY, Pascal; DALLOCCHIO, Maurizio; FUR, Yann Le a SALVI, Antonio. *Corporate Finance: Theory and Practice*. Fifth edition. Chichester: Wiley, 2018. ISBN 978-1-119-42448-2.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **10. února 2025**
Termín odevzdání diplomové práce: **25. dubna 2025**

L.S.

doc. Ing. Michal Pilík, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
garant studijního programu

Ve Zlíně dne 10. února 2025

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb., v platném znění bez ohledu na výsledek obhajoby;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému a bude dostupná k nahlédnutí;
- jedno vyhotovení diplomové práce v listinné podobě bude ponecháno Univerzitě Tomáše Bati ve Zlíně k uložení;
- na moji diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- podle § 60 odst. 1 autorského zákona má Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60 odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou práci – nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům;
- pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá; neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji, že

- jsem na diplomové práci pracoval(a) samostatně a použitou literaturu jsem řádně citoval(a); v případě publikace výsledků budu uveden(a) jako spoluautor;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou obsahově totožné.

Ve Zlíně, dne

.....
podpis autora

ABSTRAKT

Diplomová práce se věnuje dopadu vybraných investičních projektů na finanční výkonnost společnosti. Cílem je vyčíslit dopad těchto investic do zvolených měřítek finanční výkonnosti – rentability investovaného kapitálu a ekonomické přidané hodnoty. Teoretická část práce se zabývá investičním rozhodováním, metodám hodnocení investičních projektů a měřením finanční výkonnosti z tradičního i moderního pohledu. V praktické části je nejdříve stručně představena výrobní společnost, vybrané investice a vybrané výpočty, které společnost používá. Dále jsou vypočítány hodnoty ROCE a EVA a následně je nasimulován scénář, ve kterém Společnost do vybraných projektů neinvestuje. Tímto postupem je dosaženo cíle práce – vyčíslení dopadu investic. Na závěr je popsáno spojení mezi dvěma společnostmi používanými metodami – vnitřním výnosovým procentem a rentabilitou investovaného kapitálu.

Klíčová slova: investice, rentabilita investovaného kapitálu, ekonomická přidaná hodnota

ABSTRACT

The thesis focuses on the impact of selected investment projects on the financial performance of a selected company. The aim is to quantify the impact of these investments on selected measures of financial performance – return on capital employed, and economic value added. The theoretical part of the thesis deals with investment decision-making, methods of investment projects evaluation and financial performance measurement from traditional and modern perspectives. In the practical part, the company, selected investments and selected calculation used by the company are first briefly introduced. Next, ROCE and EVA values are calculated and then a situation in which the company has not invested in the selected projects is simulated. This procedure achieves the aim of the thesis – to quantify the impact of these investments. Finally, the connection between the two methods used by the company – internal rate of return and return on capital employed – is described.

Keywords: investments, return on capital employed, economic value added

Ráda bych poděkovala vedoucí mé diplomové práce prof. Dr. Ing. Drahomíře Pavelkové za její cenné rady, konzultace, zpětnou vazbu a trpělivost při vedení.

OBSAH

ÚVOD.....	13
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE.....	14
I TEORETICKÁ ČÁST.....	16
1 INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ.....	17
1.1 DEFINICE INVESTIC.....	17
1.2 INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ.....	18
2 HODNOCENÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ.....	20
2.1 FAKTOR ČASU.....	20
2.2 DISKONTNÍ SAZBA.....	22
2.3 METODY HODNOCENÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ.....	25
2.3.1 Čistá současná hodnota (Net Present Value, NPV).....	25
2.3.2 Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return, IRR).....	27
2.3.3 Doba návratnosti.....	29
2.3.4 Index rentability (ziskovosti).....	29
3 FINANČNÍ VÝKONNOST SPOLEČNOSTI.....	31
3.1 TRADIČNÍ UKAZATELE HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU.....	32
3.1.1 Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity, ROE).....	33
3.1.2 Rentabilita tržeb (Return on Sales, ROS).....	33
3.1.3 Rentabilita aktiv (Return on Assets, ROA).....	33
3.1.4 Rentabilita investovaného kapitálu (Return on Capital Employed, ROCE).....	34
3.2 MODERNÍ PŘÍSTUPY K HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU.....	36
4 SHRUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI.....	39
II PRAKTICKÁ ČÁST.....	40
5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI A JEJÍ INVESTIČNÍ SPOLEČNOSTI.....	41
6 INVESTIČNÍ PROJEKTY.....	44
6.1 PROJEKT P1.....	46
6.2 PROJEKT P2.....	47
6.3 PROJEKT P3.....	47
6.4 PROJEKT P4.....	48
6.5 PROJEKT P5.....	48
6.6 PROJEKT P6.....	49
6.8 PROJEKT P8.....	50
6.9 PROJEKT P9.....	50
6.10 PROJEKT P10.....	50

6.11	PROJEKT P11	51
6.12	PROJEKT P12	51
6.13	SHRNUTÍ VYBRANÝCH INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ SPOLEČNOSTI	51
7	VÝSLEDKY SPOLEČNOSTI S REALIZACÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ	53
7.1	VÝPOČET ROCE SPOLEČNOSTI V LETECH 2013 AŽ 2023	53
7.2	VÝPOČET EVA SPOLEČNOSTI V LETECH 2013 AŽ 2023	57
7.2.1	Výpočet čistého operativního zisku po zdanění (NOPAT)	57
7.2.2	Výpočet kapitálových nákladů	57
7.2.3	Výpočet ekonomické přidané hodnoty	58
7.2.4	Identifikace faktorů ovlivňujících hodnotu EVA	59
8	VÝSLEDKY SPOLEČNOSTI BEZ REALIZACE INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ	61
8.1	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P1	62
8.2	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P2	65
8.3	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P3	66
8.4	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P4	69
8.5	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P5	70
8.6	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P6	71
8.7	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P7	73
8.8	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P8	75
8.9	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P9	77
8.10	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P10	77
8.11	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P11	79
8.12	ZMĚNA ROCE A EVA BEZ PROJEKTU P12	80
9	HODNOCENÍ DOPADŮ REALIZOVANÝCH INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ DO VÝSLEDKŮ HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI	82
9.1	HODNOCENÍ DOPADŮ REALIZOVANÝCH INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ DO HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI S VYUŽITÍM ROCE	82
9.2	HODNOCENÍ DOPADŮ REALIZOVANÝCH INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ DO HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI S VYUŽITÍM EVA	86
9.3	VZTAH MEZI KV, IRR, ROCE A EVA	91
	ZÁVĚR	96
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	97
	SEZNAM OBRÁZKŮ	100
	SEZNAM TABULEK	101
	SEZNAM GRAFŮ	103
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	104

SEZNAM PŘÍLOH.....	106
---------------------------	------------

ÚVOD

Investiční rozhodování o pořízení dlouhodobých aktiv patří mezi klíčové podnikové činnosti, které zabezpečují strategii podniku. V nynějším konkurenčním prostředí je zásadní, aby společnosti identifikovaly a investovaly do projektů, které se podílejí na tvorbě hodnoty.

Cílem této diplomové práce je zjistit vliv vybraných investičních projektů na finanční výkonnost dané společnosti. Tento cíl je zajištěn pomocí modelování scénáře, ve kterém vybraná společnost dané investice nerealizuje. Výsledky této modelové situace jsou následně porovnány s reálně dosaženými výsledky.

Diplomová práce je rozdělena do dvou částí. První z nich, teoretická, pokrývá poznatky z oblasti investičního rozhodování a hodnocení investičních projektů, které se zabývá i faktorem času, pomocí něhož jsou dále rozděleny metody hodnocení investičních projektů na statické a dynamické. Vybraná společnost využívá při hodnocení investičních projektů zejména vnitřní výnosové procento, které je navázáno na koncept čisté současné hodnoty. Poslední kapitola teoretické části je věnována finanční výkonnosti společnosti. Ta je rozebírána jak z tradičního pohledu pomocí rentabilních ukazatelů, tak z modernějšího hlediska, které navazuje na tvorbu hodnoty.

Po zpracování literární rešerše jsou poznatky využity v praktické části diplomové práce. V praktické části je nejprve v krátkosti společnost představena. Vedení společnosti neumožňuje zveřejňovat název dané firmy, proto je dále používán pouze název „Společnost“. Finanční údaje Společnosti i data vztažená k projektům jsou přepočítány koeficientem navrženým Společností. Namísto zmiňování konkrétních názvů projektů je použito označení P1 až P12. Po stručné charakteristice Společnosti a jednotlivých investičních projektů jsou zpracovány reálné výsledky Společnosti a jejich dopad na rentabilitu investovaného kapitálu a ekonomickou přidanou hodnotu. Stěžejní kapitolou je namodelování scénáře, ve kterém nejsou jednotlivé projekty realizovány a je zjišťován jejich dopad na zmíněné ukazatele ROCE a EVA. Závěrečná část práce je tvořena vyhodnocením dopadů investičních projektů do výsledků hospodaření Společnosti.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Hlavním cílem této diplomové práce je zhodnotit dopad investic, které byly realizovány ve Společnosti ve vybraném období 2013 až 2023, na výsledek hospodaření Společnosti a její hodnotu.

Díličními cíli práce jsou:

- posouzení výnosnosti jednotlivých investičních projektů pomocí ukazatele vnitřního výnosového procenta (IRR),
- hodnocení vlivu investic na výsledek hospodaření,
- zhodnocení tvorby hodnoty na úrovni Společnosti s využitím konceptu ekonomické přidané hodnoty.

Teoretická část je zpracována na základě literární rešerše domácích a zahraničních zdrojů. V této části je charakterizován pojem investic a pojmy, které jsou s investicemi spojeny. Dále je zpracována problematika hodnocení finanční výkonnosti podniku se zaměřením na rentabilní ukazatele a hodnotový koncept ekonomické přidané hodnoty (EVA). Pro literární rešerši jsou využity zdroje tak, aby tvořily základ pro praktickou část diplomové práce.

Praktická část je zahájena představením a základní charakteristikou vybrané Společnosti. S využitím poznatků z teoretické části je u jednotlivých investic za vybrané období zhodnocena jejich efektivnost s využitím vnitřního výnosového procenta (IRR). Dále je vypočítána rentabilita investovaného kapitálu (ROCE) a ekonomická přidaná hodnota (EVA) na úrovni celé Společnosti. V dalším kroku je modelován scénář, ve kterém by Společnost nerealizovala dané investice, a následně je analyzováno, jak by byl ovlivněn ukazatel rentability investovaného kapitálu, který Společnost využívá k hodnocení své finanční výkonnosti, a hodnota ekonomické přidané hodnoty. Výsledky této modelové situace jsou zhodnoceny a porovnány s reálným stavem. Praktická část poskytuje ucelený pohled na finanční výkonnost Společnosti a přibližuje, zda investiční projekty přispívají k tvorbě hodnoty.

Metody využitě v praktické části jsou analýza dostupných a poskytnutých dat a podkladů danou Společností v analyzovaném období a aplikace dynamických modelů výpočtů. V práci je využita metoda komparace, která umožňuje srovnat výsledky modelové situace s reálnými výsledky Společnosti. Na základě provedených analýz a komparace je s

využitím syntézy poznatků zhodnocena efektivnost realizovaných investičních projektů a metodický přístup využití ukazatelů hodnocení finanční výkonnosti podniku.

I TEORETICKÁ ČÁST

1 INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ

Investiční rozhodování, v mnohé literatuře označováno pod názvem kapitálové rozpočetnictví, je popsáno jako jedna z klíčových podnikových činností pro rozvoj a dlouhodobou prosperitu společnosti (Kislingerová et al., 2010, s. 281; Jindřichovská a Blaha, 2001, s. 61; Vochozka et al., 2021, s. 133; Bragg, 2017, s. 268). Zmínění autoři zejména vyzdvihují důležitost správného výběru z investičních možností, jelikož je tímto procesem ovlivněna budoucnost společnosti spojená s tvorbou hodnoty. Investiční rozhodování obsahuje vynaložení vysokých peněžních částek a je tedy nutné vybrat projekt, který vložené částky pokryje a bude během dlouhodobého horizontu přinášet příjmy. Vernimmen (2018, s. 130) shrnuje tyto body do jedné věty: „*Vytváření bohatství vyžaduje investice, které je třeba financovat a které musí přinášet dostatečnou návratnost.*“

Investice jsou děleny na reálné a finanční. Finanční investice představují investování do cenných papírů, zatímco u reálných investic je investováno kupříkladu do nových budov, strojů a zařízení (Virlics, 2013; Rustambekova, 2023). Reálné investice jsou dále rozlišeny na expanzní projekty, jejichž cílem je rozšíření výroby a druhou skupinu tvoří projekty, jejichž cílem je vyměnit stávající zařízení za efektivnější, čímž se sníží výrobní náklady (Jindřichovská a Blaha, 2001, s. 61; Virlics, 2013).

Bragg (2017, s. 269) uvádí, že společnosti jsou většinou vystaveny vyššímu počtu investičních návrhů, než kolik mají dostupných peněžních prostředků. Brealey et al. (2020, s. 2-3) posouvají toto tvrzení ještě dále, když tvrdí, že společnosti potřebují k podnikání „*téměř nekonečné množství reálných aktiv*“, za která platí svými peněžními toky. Z této definice vyvozují následující rovnici:

$$\text{investiční rozhodnutí} = \text{nákup reálných aktiv}$$

Kromě toho však upozorňují, že společnosti musí taktéž spravovat existující aktiva a rozhodovat o jejich vyřazení, v případě že už nejsou dále rentabilní. Zdůrazňují i význam řízení a kontroly rizik těchto investic. (Brealey et al., 2020, s. 2-3)

1.1 Definice investic

Polách et al. (2012, s. 4-5) přirovnávají podnikové investice k investicím makroekonomickým. Podobným prvkem je totiž odložená okamžitá spotřeba peněžních prostředků, která je využita k produkci statků v budoucnosti. Jednorázově jsou vynaloženy peněžní prostředky a v budoucnu přinášejí příjmy podle toho, zda je majetek ekonomicky

užitečný. Společnosti touto odloženou spotřebou zhodnocují svůj kapitál a zvyšují tržní hodnotu. V případě, že prostředky vloží do nevhodných investičních projektů, pak nejsou dosaženy očekávané příjmy. Projekty se pro společnost stanou přítěží ve formě fixních nákladů, jelikož neprodukují dostatek pro své splacení a další rozvoj.

Z pohledu společnosti je investice definována jako kapitálový výdaj, u kterého se předpokládá generování vyšších peněžních příjmů v dlouhodobém horizontu (Valach, 2010, s. 28; Vernimmen, 2018, s. 24). Vochozka et al. (2021, s. 133) dodávají, že jde o výdaje vynaložené nad rámec obvyklého provozu. Vernimmen (2018, s. 471) konstatuje, že z účetního hlediska investice představuje použití peněžních prostředků, avšak nikoliv snížení hodnoty majetku. Hrdý a Staňková (2023, s. 9) zdůrazňují, že bez ohledu na konkrétní definici investice, je klíčové ji vnímat jako dynamickou veličinu. U investice nejdříve nastane odliv peněžních prostředků a poté během určitého časového období nastane příliv peněžních prostředků.

1.2 Investiční rozhodování

V průběhu investičního rozhodování o dlouhodobých aktivech je nezbytné zajistit strategické potřeby společnosti, bez kterých nelze v novodobé konkurenci efektivně fungovat. Z široké škály možností je nutné identifikovat projekt, který přispívá k tvorbě hodnoty. (Čížinská, 2018, s. 172; Hrdý a Staňková, 2023, s. 7; Grünwald a Holečková, 2007, s. 280-281) Kislingerová et al. (2010, s. 281) toto tvrzení dále rozvíjí a zdůrazňují, že hlavním cílem strategického plánování je maximalizace hodnoty, a proto by veškeré investiční rozhodování mělo být tomuto cíli podřízeno. Fotr a Souček (2011, s. 16) zmiňují kromě maximalizace hodnoty i další finanční cíle – maximalizaci zisku či dosažení určitého procenta rentability.

Investiční příležitosti a výběr té nejvhodnější se nesmí podcenit, jelikož realizované investice ovlivní hospodaření společnosti dlouhodobě. Zároveň je třeba počítat s vnitřními a vnějšími vlivy, které je nesnadné předpovídat (Čížinská, 2018, s. 172). Brealey et al. (2020, s. 2-3) poukazují na fakt, že peněžní výnosy z investice nejsou nijak zaručeny a v některých případech mohou být rizika a náklady spojené s investicemi příliš vysoké. Zároveň však vyzdvihují, že v praxi finanční manažeři nerozhodují o velkých investicích každý den. Společnosti rozhodují o značném množství investic menšího rozsahu a jejich souhrnná částka za rok může v konečné fázi dosáhnout hodnoty velkých investic, o kterých se rozhoduje pouze příležitostně.

Neméně důležitým pojmem je i investiční projekt, pomocí kterého je samotná investice realizována. Valach (2010, s. 44) jej definuje jako „*soubor technických a ekonomických studií, které mají sloužit k přípravě, realizaci, financování a efektivnímu provozování navrhované investice*“.

Ve společnosti lze dělit investiční podniky na takové, které jsou nevyhnutelné. U tohoto druhu investic je nutné zajistit jejich maximální efektivitu a hospodárnost. Na druhé straně stojí investiční projekty, pro které se společnosti rozhodly dobrovolně. U těchto investic je hodnocen dopad na budoucí peněžní toky. Na základě tohoto kritéria je poté rozhodováno o konkrétních investičních projektech, které jsou v konečné fázi zařazeny do investičního plánu. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 280-281)

Jak již bylo zmíněno, ve společnostech je zpravidla vyšší počet investičních návrhů než dostupných peněžních prostředků, proto je nutné mít metodu na stavení priorit. V publikaci *Financial Analysis: A Business Decision Guide* (Bragg, 2017, s. 269-270) je zmíněna tradiční metoda analýzy diskontovaných peněžních toků, avšak autor zdůrazňuje, že hlavní pozornost by se měla zaměřit na analýzu omezení, která se věnuje maximalizaci výkonu úzkých míst podniku. Bragg (2017, s. 127-128) uvádí, že společnost by měla prioritně investovat do úzkého místa. To je definováno jako článek, který zpomaluje celý výrobní řetězec, a tudíž omezuje výkonnost systému jako celku (Wang et al., 2005). Investovat do operací nacházejících se za úzkým místem nepřispívá k celkové ziskovosti, a proto pro společnost postrádají smysl. Dále však Bragg (2017, s. 270) připouští, že existují situace, kdy je investováno mimo úzká místa. Mezi takové případy patří například splnění zákonných požadavků (v oblasti životního prostředí; předcházení rizikovým situacím ohrožujících chod společnosti nebo potřeba náhlé náhrady zařízení kvůli poruše či náhlé strategické změně).

2 HODNOCENÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ

Při investičním rozhodování společnosti zejména sledují výnosnost, rizikovost a dobu splácení investičního projektu. Tyto preference však bývají protichůdné – vysoká výnosnost, minimální riziko a co nejkratší doba splacení (Vochozka et al., 2021, s. 139). Čížinská (2018, s. 172) popisuje magický trojúhelník investování, do kterého zahrnuje tři veličiny: výnosnost, likviditu a riziko. I zde platí ona protichůdnost – nelze současně maximalizovat výnos a likviditu a očekávat minimální riziko. Při investičním rozhodování jsou tedy tyto tři očekávané veličiny porovnávány s alternativním projektem, aby bylo možné zvolit nejvhodnější variantu. Hrdý a Staňková (2023, s. 25-26) následně zdůrazňují, že jakákoliv realizace investice by měla naplnit hlavní cíl podnikání – maximalizaci tržní hodnoty podniku. Obecný postup hodnocení investičních projektů tedy spočívá v porovnání kapitálového výdaje s peněžním efektem investice.

Metody hodnocení investičních projektů jsou obecně děleny na dvě skupiny podle toho, zda zohledňují faktor času, na metody statické a dynamické. Statické metody je vhodné využít, pokud nejsou investice ovlivněny časovou hodnotou peněz. Mezi základní statickou metodu patří zejména doba návratnosti. (Vochozka et al., 2021, s. 142)

Dynamické metody, na rozdíl od metod statických, zohledňují časový faktor investičních projektů důležitý pro správné ocenění hodnoty finančních prostředků. V průběhu času se totiž mění hodnota peněz, což dynamické metody vycházející z finančně-matematických principů berou v úvahu. (Polách et al., 2012, s. 61) Vochozka et al. (2021, s. 46) řadí mezi dynamické metody:

- čistou současnou hodnotu,
- vnitřní výnosové procento,
- index rentability (ziskovosti).

2.1 Faktor času

Na respektování času tedy nelze zapomínat, neodmyslitelnou roli hraje zejména při dlouhodobém rozhodování, do kterého je bezesporu řazeno i investiční rozhodování (Hrdý a Staňková, 2023, s. 26). Peníze, které má společnost v současnosti k dispozici, nemají stejnou hodnotu jako peníze, které v budoucnu získá. Dnešní finanční prostředky je totiž možné investovat a získat úroky, čímž se hodnota peněz zvýší (Bragg, 2017, s. 259). V závislosti na momentu vydání/získání finančních prostředků se mění jejich hodnota. Fotr

a Souček (2011, s. 73) demonstrují faktor času na příkladu, že 10 mil. Kč získaných dnes má vyšší hodnotu než 10 mil. Kč získaných za 10 let.

Polách et al. (2012, s. 61-62). shrnují respektování faktoru času do dvou pravidel:

- „*Koruna má dnes větší hodnotu než koruna zítra.*“ Lze ji okamžitě investovat a získat tak úrok.
- „*Bezpečná koruna má větší hodnotu než riziková koruna.*“ Většina investorů preferuje minimalizovat riziko, pokud to neohrozí jejich výnosy.

Z uvedeného textu vyplývá, že peněžní prostředky dnes mají vyšší hodnotu než v budoucnu, jelikož mohou být ihned investovány. Odloženou platbu je proto možné akceptovat pouze za kompenzaci ve formě úrokového výnosu. (Bragg, 2017, s. 259)

Mezi již zmíněné dynamické metody čisté současné hodnoty a vnitřního výnosového procenta řadí Čížinská (2018, s. 177-179) do metod hodnocení ekonomické efektivity i metody indexu ziskovosti nebo diskontovanou dobu návratnosti. Všechny tyto zmíněné metody respektují časovou hodnotu peněz (Fotr a Souček, 2011, s. 73).

Následující Tabulka 1 přehledně shrnuje nejpoužívanější metody hodnocení investičních projektů a uvádí, zda zohledňují faktor času či nikoliv.

Tabulka 1 Přehled metod hodnocení investičních projektů

Metoda hodnocení	Faktor času	Typ metody hodnocení
Čistá současná hodnota (NPV)	ANO	Dynamická metoda
Vnitřní výnosové procento (IRR)	ANO	Dynamická metoda
Index rentability/ziskovosti (IR)	ANO	Dynamická metoda
Doba návratnosti (DN)	NE	Statická metoda
Diskontovaná doba návratnosti (DDN)	ANO	Dynamická metoda

(zdroj: vlastní zpracování podle Hrdý a Staňková, 2023, s. 27)

Hrdý a Staňková (2023, s. 7) zároveň zmiňují dlouhodobě diskutovanou otázku ve finanční teorii – zda by pro vzdálenější časové horizonty měla být vyšší diskontní úroková míra, nebo zda je diskontování dostačující. Sami autoři se přiklání k využití jedné diskontní sazby pro všechny časové horizonty.

S časovým horizontem je rovněž spojeno i riziko, že dosažené hodnoty se mohou lišit od předpokládaných hodnot, s čímž se pojí nutnost mít připravené a ohodnocené variantní scénáře (Hrdý a Staňková, 2023, s. 8). Riziko se také odráží v očekávané výnosnosti, kterou

investor vnímá jako kompenzaci za podstoupení určitého rizika a za odložení spotřeby (Valach, 2010, s. 150; Vochozka et al., 2021, s. 45).

Faktor času lze tedy shrnout do následujících vět – jednotlivé očekávané peněžní toky nelze jednoduše sčítat. Celkové příjmy a výdaje jsou vyjádřeny ke konkrétnímu datu neboli jsou položky diskontovány odpovídající diskontní sazbou. (Čižinská, 2018, s. 177)

2.2 Diskontní sazba

Společnost by měla přijmout takové investiční projekty, jejichž výnosnost je vyšší, než jsou náklady alternativních příležitostí investování. Tím pádem lze náklady alternativních možností investování označit za minimální požadovanou výnosnost, cenu kapitálu nebo diskontní sazbu. Výše diskontní sazby dále souvisí s rizikem, které společnost podstupuje. Pokud vstupuje do projektu s nulovým rizikem, měla by být výnosnost alespoň vyšší, než je výnosnost státních dluhopisů. (Polách et al., 2012, s. 25-26)

Hrdý a Staňková (2023, s. 10) se v souvislosti s diskontní mírou dotýkají pojmu překážkové sazby (*hurdle rate*). Ta označuje nejnižší míru návratnosti, které musí projekt dosáhnout, aby byl považován za přijatelný (Corporate Finance Institute, 2024).

Pro stanovení diskontní sazby jsou nejčastěji využívány vážené průměrné náklady kapitálu podniku (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*). Ty vychází ze skutečnosti, že kapitál, který do investice společnost vloží, musí vydělat každý rok tolik, kolik požadují vlastníci a věřitelé. Existují i projekty, které požadovaného WACC nedosahují, nicméně jsou taktéž realizovány. Z toho vyplývá, že WACC jsou jako diskontní sazba použity pouze v případech, kdy společnost investuje dobrovolně a není k dané investici nucena. (Čižinská, 2018, s. 177-179)

Hrdý a Staňková (2023, s. 27) se taktéž přiklání k určení diskontní sazby pomocí WACC, nicméně kladou důraz na splnění dvou podmínek: aby investice vykazovaly stejné riziko a stejné složení kapitálu jako stávající společnost. Pokud tato podmínka splněna není, musí se rozdíly zohlednit. Čím rizikovější projekt je, tím vyšší je volena diskontní sazba. (Čižinská, 2018, s. 177-179) Tuto teorii použití WACC jako diskontní sazby v případě srovnatelného rizika potvrzuje i Brealey et al. (2020, s. 221) nebo Vochozka et al. (2021, s. 46). Pokud je s dosažením očekávaných peněžních příjmů spojeno riziko vyšší, než je stávající podnikové riziko, tím méně je investice bezpečná a investoři tudíž požadují vyšší

výnosnost. Výnosnost je promítnuta v úrokové míře, kterou je vyjádřeno jak převzetí rizika, tak odložení spotřeby. (Vochozka et al., 2021, s. 50)

Základem pro určení diskontní sazby investičních projektů je tedy diskontní sazba společnosti, která musí zajistit jak úhradu nákladů na cizí kapitál (například úroky), tak odměnu vlastníkům za jejich investovaný kapitál. (Fotr a Souček, 2011, s. 117-119)

2.2.1 Vážené průměrné náklady kapitálu (WACC)

Náklady kapitálu představují náklady, které musí společnost vynaložit na získání jednotlivých druhů kapitálu (Dluhošová et al., 2021, s. 128; Hrdý a Staňková, 2023, s. 109). Stanoví se jako vážený průměr nákladů na vlastní kapitál a nákladů na cizí kapitál podle následujícího vzorce:

$$WACC = N_{CK} \times \frac{CK}{C} + N_{VK} \times \frac{VK}{C} \quad (1)$$

kde:

WACC je vážená průměrná hodnota nákladů kapitálu,

CK je tržní hodnota úročeného cizího kapitálu,

VK je tržní hodnota vlastního kapitálu,

C je tržní hodnota celkového kapitálu (VK + úročené cizí zdroje),

N_{CK} jsou náklady na cizí kapitál: $N_{CK} = i \cdot (1-T)$, kde i je úroková sazba cizích zdrojů,

T je daňová sazba,

N_{VK} jsou náklady na vlastní kapitál. (Knápková et al., 2017, s. 158)

Vzorec a vypočítanou diskontní sazbu lze použít jen v případě, že projekty jsou srovnatelně bezpečné/rizikové jako celá společnost. WACC je počítáno pomocí současných údajů firmy, ale vypočtená diskontní sazba je využívána pro diskontování budoucích peněžních toků. Toho lze využít pouze pokud riziko a kapitálová struktura zůstanou stejné. (Brealey et al., 2020, s. 520) Taktéž je nezbytné, aby byl brán v úvahu celkový kapitál v tržních hodnotách. Dluhošová et al. (2021, s. 129) vyzdvihují, že není možné převzít hodnotu kapitálu z účetních výkazů, jelikož to by znamenalo porušení odhadu z pohledu trhu.

Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu jsou dány očekávaným výnosem investorů. Ti zvažují možné alternativní výnosnosti s ohledem na podobné riziko. Existuje několik přístupů, jak jsou náklady vlastního kapitálu určeny, nicméně vždy se jedná se o nesnadný úkol. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 63) Jak Brealey et al. (2020, s. 228), tak Fotr a Souček (2011, s. 119) sdílí názor, že nejvhodnější metodou na stanovení nákladů VK je model oceňování kapitálových aktiv (*Capital Assets Pricing Model, CAPM*), který vychází z funkčního kapitálového trhu. Další modely, které je možné použít k výpočtu, jsou:

- model arbitrážního oceňování,
- poměr P/E,
- stavebnicový model,
- dividendový model,
- odhad nákladů na VK na základě průměrné rentability,
- odvození nákladů na VK z nákladů cizího kapitálu. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 168-174)

Růčková (2021, s. 55-56) považuje stanovení nákladů na vlastní kapitál taktéž za složitý úkol a představuje zjednodušený způsob výpočtu. K bezrizikové úrokové míře je připočtena přírážka za riziko, se kterým je investice do akcií spojena.

Náklady cizího kapitálu

Jednodušší je stanovení nákladů cizího kapitálu. Jde o výnos, který žádají věřitelé společnosti – zahrnuje tedy platby úroků věřitelům, přičemž se jedná o daňově uznatelné náklady (Knápková et al., 2017, s. 63). Náklady cizího kapitálu je nezbytné upravit o daňový štít, který představuje úspory z daní, tak, že je úroková míra vynásobena násobitelem ($1 - \text{daňová sazba}$). V případě kombinovaného využití více zpoplatněných zdrojů cizího kapitálu jsou náklady stanoveny jako vážený průměr nákladů jednotlivých složek tohoto kapitálu. Váhy odpovídají podílům těchto složek na celkové výši cizího kapitálu, nicméně tento postup je možný pouze pokud jsou přístupné interní informace společnosti. (Dluhošová et al., 2021, s. 133-134) Pokud přístupné nejsou, Dluhošová et al. (2021, s. 133-134) navrhuje odhadnutí pomocí následujícího Vzorce 2:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}} \quad (2)$$

2.3 Metody hodnocení investičních projektů

Pro hodnocení investičních projektů jsou využívány metody, které by především měly být transparentní. Grünwald a Holečková (2007, s. 280-281) vyzdvihují metodu čisté současné hodnoty (*net present value, NPV*) a vnitřního výnosového procenta (*internal rate of return, IRR*). Bragg (2017, s. 268) považuje diskontované peněžní toky taktéž za základní techniku investičního rozhodování. Zmiňuje ovšem, že možných způsobů je více, a ne vždy jsou tyto techniky nejlepší volbou. Výhodou je, že koncept NPV lze jednoduše aplikovat na investici jakéhokoliv typu (Vernimmen, 2018, s. 274).

Za dvě základní metody hodnocení investičních projektů je považována čistá současná hodnota (NPV) a vnitřní výnosové procento (IRR), přičemž za lepší variantu je brána metoda NPV (Bierman, 2013, s. 20; Vernimmen, 2018, s. 508). Jako nejvhodnější je označena zejména z důvodu, že zohledňuje riziko a celý peněžní tok a zároveň předpokládá reinvestici za cenu kapitálu (Vernimmen, 2018, s. 509; Jindřichovská a Blaha, 2001, s. 63). Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 319-322) tuto myšlenku dále rozvíjí a upozorňují na skutečnost, že metoda IRR má nevýhodu, jelikož předpokládá, že peněžní toky vygenerované investicí jsou reinvestovány za sazbu IRR, což může být kvůli vysokým úrokovým sazbám nereálné. Zároveň předkládají řešení ve formě modifikovaného vnitřního výnosového procenta (MIRR), které se pohybuje v rozmezí nákladů kapitálu a vypočítanou hodnotou IRR.

2.3.1 Čistá současná hodnota (Net Present Value, NPV)

Metoda čisté současné hodnoty je hojně využívána při hodnocení a analýze investičních projektů a porovnání, který z projektů má současnou hodnotu nejvyšší (Bragg, 2017, s. 263). Obecně je investice přijatelná, pokud je NPV kladná (Bierman, 2013, s. 23). Čistá současná hodnota projektu znázorňuje rozdíl mezi současnou hodnotou všech budoucích příjmů a současnou hodnotou všech výdajů projektů. Lze ji tedy také definovat jako celkový součet diskontovaných čistých peněžních toků projektu během jeho života. (Fotr a Souček, 2011, s. 74-76) Veškeré budoucí peněžní toky, kladné i záporné, se převedou ke společnému okamžiku, nazývanému čas 0, pomocí diskontní míry, která je založena na riziku dané investice a následně se tyto hodnoty sečtou (Vernimmen, 2018, s. 508, Bierman, 2013, s. 22). Jak již bylo řečeno v Kapitole 2.2, za diskontní míru se nejčastěji považují vážené

průměrné náklady na kapitál, nicméně Vernimmen (2018, s. 264) uvádí i přírůstkové náklady na kapitál nebo náklady na kapitál očištěné o riziko.

Společnost by měla přijmout projekty s kladnou NPV, jelikož tyto projekty zvyšují hodnotu společnosti – jejich očekávaná výnosnost je vyšší než výnosnost požadovaná. Projekty se zápornou NPV naopak hodnotu společnosti ničí a mají výnosnost nižší, než je výnosnost požadovaná. (Fotr a Souček, 2011, s. 74-76) Z toho plyne, že je možné přijmout i projekty s nulovou NPV, jelikož ty nezvyšují, ale ani nesnižují hodnotu (Vernimmen, 2018, s. 508; Pavelková a Knápková, 2012, s. 44). Obecně lze říci, že vypočtením NPV je zjištěno, jaké přínosy nebo ztráty dané rozhodnutí přinese investorům (Pavelková a Knápková, 2012, s. 15).

Pro čistou současnou hodnotu platí, že se rovná současné hodnotě budoucích užiteků z investice (*present value, PV*), od které se odečítá výše investice (*investment, I*) (viz Vzorec 3).

$$NPV = PV - I \quad (3)$$

Diskontování peněžních toků na jejich současnou hodnotu se provádí pomocí vzorce:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+i)^t} \quad (4)$$

kde:

P_t jsou peněžní příjmy v jednotlivých letech,

t jsou jednotlivá léta,

n je celkový počet let,

i je úroková (diskontní) míra. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 15-16)

Výhodami této metody jsou respektování časové hodnoty peněz a aditivnost. Aditivnost znamená, že jednotlivé čisté současné hodnoty projektů je možné sčítat. Nevýhodou je obtížné stanovení správné diskontní sazby. (Fotr a Souček, 2011, s. 76)

Když je projekt zhodnocen pomocí NPV, zjistí se jeho efektivita při zvolené diskontní sazbě, ale neřeší se skutečnost, zda je sazba správně zvolena. Následuje tedy další krok – zjistit, při jakém procentu bude investice ještě efektivní. K tomu slouží metoda vnitřního výnosového procenta. (Polách et al., 2012, s. 67)

2.3.2 Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return, IRR)

Vnitřní výnosové procento představuje míru návratnosti investice. Obecně platí, že projekt je přijatelný, pokud IRR přesahuje požadovanou míru výnosu investice; v opačném případě investice postrádá ekonomický smysl. (Vernimmen, 2018, s. 509) Aby bylo IRR správně vyhodnoceno, musí být porovnáno s požadovanou mírou výnosnosti (Čižinská, 2018, s. 177-179; Jindřichovská a Blaha, 2001, s. 65). Polách et al. (2012, s. 69) doporučují srovnat vypočtenou výši s WACC společnosti a přijmout projekty, které mají vnitřní výnosové procento vyšší než tyto náklady kapitálu. Projekt je přijatelný, pokud je IRR vyšší než diskontní sazba, která vyjadřuje požadovanou výnosnost. Pokud je naopak IRR nižší, než je diskontní sazba, projekt by měl být zamítnut. Výše IRR je používána nejenom jako kritérium přijetí nebo zamítnutí projektu, ale taktéž jako překážková sazba (*hurdle rate*), kterou musí investiční projekt překonat, aby byl ekonomicky efektivní. Při volbě mezi několika investičními projekty je preferován ten s nejvyšší hodnotou IRR. (Bragg, 2017, s. 265)

IRR vychází z konceptu čisté současné hodnoty budoucích peněžních toků a určuje diskontní míru, při níž se diskontované peněžní toky rovnají kapitálovým výdajům (Bragg, 2017, s. 265; Bierman, 2013, s. 21). Vnitřní výnosové procento jako diskontní sazba, při které je čistá současná hodnota rovna nule, se vypočítá podle vzorce:

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1 + IRR)^t} - KV \quad (5)$$

kde:

IRR je vnitřní výnosové procento,

n je očekávaná doba životnosti investičního projektu,

P_t je očekávaný peněžní příjem v roce t,

KV je kapitálový výdaj.

Nalezená sazba vystihuje skutečnou rentabilitu investičního projektu a zároveň i nejvyšší možné úrokové zatížení podniku. (Polách et al., 2012, s. 68)

Pro vnitřní výnosové procento platí tzv. „reinvestiční předpoklad“, podle kterého IRR vyjadřuje skutečnou návratnost investice za podmínky, že peněžní toky jsou reinvestovány při stejné výnosové míře (Čižinská, 2018, s. 180; Dluhošová et al., 2021, s. 156; Fotr a Souček, 2011, s. 83-84).

Výpočet IRR je složitější než určení NPV. Pro ruční stanovení IRR je třeba opakovaně počítat NPV při různých hodnotách diskontní sazby. K výpočtu IRR se využije následující vzorec:

$$IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} \times (i_V - i_N) \quad (6)$$

kde:

i_N je diskontní sazba, při níž NPV je kladná (NPV_N),

i_V je diskontní sazba, při níž NPV je záporná (NPV_V – do vzorce se dosazuje v absolutní hodnotě) (Pavelková a Knápková, 2012, s. 44)

Za výhodu IRR se považuje skutečnost, že není třeba přesně znát diskontní sazbu. Pokud je rozhodováno o přijetí projektu s IRR 18 % a diskontní sazba se odhaduje mezi 12-15 %, je možné projekt přijmout i při neúplné znalosti diskontní sazby. Platí, že čím vyšší IRR je, tím je projekt ekonomicky výhodnější. (Fotr a Souček, 2011, s. 80-83)

Vnitřní výnosové procento má i svá negativa. Pokud je počítáno se standardním čistým peněžním tokem (během výstavby jsou výdaje a během provozu jsou kladné příjmy), existuje jedna hodnota IRR, který je použita jako jasné kritérium při rozhodování. Projekt ale může nabývat více hodnot IRR kvůli nestandardním peněžním tokům. Poté není IRR považováno za vhodné kritérium hodnocení efektivnosti. (Fotr a Souček, 2011, s. 80-83)

2.3.2.1 Čistá současná hodnota a vnitřní výnosové procento

Vnitřní výnosové procento je vyjádřeno jako procentní hodnota. Čistá současná hodnota je na rozdíl od toho udávána v absolutní částce (Pavelková a Knápková, 2012, s. 140).

Pokud je posuzován jeden investiční projekt, obě kritéria (NPV i IRR) poskytnou stejný závěr o ekonomické (ne)výhodnosti. Vztah mezi kritérii je následující: kladná čistá současná hodnota znamená, že vnitřní výnosové procento je vždy vyšší než diskontní sazba. Pokud je vnitřní výnosové procento nižší než diskontní sazba, čistá současná hodnota vyjde záporně. (Fotr a Souček, 2011, s. 88; Vernimmen, 2018, s. 508)

V případě hodnocení více projektů a určení jejich pořadí podle výhodnosti se může stát, že stanovená pořadí podle NPV a IRR budou jiná. Odlišné pořadí nastane ve dvou situacích:

- Jestliže společnost disponuje omezenými finančními prostředky na realizaci projektů, vybírá mezi projekty, na které jsou finance k dispozici.

- Jestliže jsou posuzovány navzájem se vylučující projekty (společnost se rozhoduje co postaví na jednom stavebním pozemku) – doporučuje se upřednostnit metodu čisté současné hodnoty. (Fotr a Souček, 2011, s. 88)

2.3.3 Doba návratnosti

Doba návratnosti je metoda statická, tudíž nezohledňuje faktor času (Vochozka et al., 2021, s. 142; Hrdý a Staňková, 2023, s. 36; Bragg, 2017, s. 273). Tato metoda je považována za nejjednodušší a hojně využívanou, i přes to, že je nejméně přesná a poskytuje pouze hrubé měřítko, za jak dlouho se vrátí vynaložená investovaná částka (Bragg, 2017, s. 272; QFinance: The Ultimate Resource, 2013, s. 1239). Vypočítaná doba návratnosti se porovná s dobou životnosti. Investice je přijatelná, pokud je doba návratnosti kratší (Hrdý a Staňková, 2023, s. 36). Pokud bude doba návratnosti kratší, poté bude čistá současná hodnota kladná a vnitřní výnosové procento vyšší než náklady kapitálu (Jindřichovská a Blaha, 2001, s. 67).

Pro výpočet existují dvě metody, které Bragg (2017, s. 272) označuje jako zjednodušený a ruční výpočet. Zjednodušený výpočet spočívá ve vydělení investované částky zprůměrovanými peněžními toky za jednotlivé roky. Ruční výpočet naopak postupně odečítá předpokládané cash flow od počáteční investice. Vernimmen (2018, s. 515) doporučuje využívat zjednodušený výpočet pouze v případě, že jsou roční cash flows konstantní.

Ačkoliv je tato metoda statická, je možné ji zlepšit zahrnutím časové hodnoty peněz do peněžních toků (Bragg, 2017, s. 272). Je tedy zavedena diskontovaná doba návratnosti (DDN), která do výpočtu zahrnuje peněžní toky diskontované náklady kapitálu (Jindřichovská a Blaha, 2001, s. 67; Hrdý a Staňková, 2023, s. 36; QFinance: The Ultimate Resource, 2013, s. 1240).

2.3.4 Index rentability (ziskovosti)

Index rentability vyjadřuje poměr diskontovaných peněžních příjmů a jednorázového kapitálového výdaje. Výsledek vyjadřuje „*kolik připadá současné hodnoty finančních toků na jednu korunu investičních výdajů*“ (Dluhošová et al., 2021, s. 155; Hrdý a Staňková, 2023, s. 35). Hrdý a Staňková (2023, s. 35) považují tuto metodu pouze jako doplňkovou, která je nejvíce využívána, pokud má podnik omezené kapitálové výdaje. Výpočet je následující:

$$Index\ rentability = \frac{\sum_{m=1}^N \frac{PP_m}{(1+i)^m}}{K} \quad (7)$$

kde:

PP_m jsou peněžní příjmy v jednotlivých letech,

i je úroková míra,

K je kapitálový výdaj,

m jsou jednotlivá léta projektu,

N je doba životnosti projektu. (Hrdý a Staňková, 2023, s. 35)

3 FINANČNÍ VÝKONNOST SPOLEČNOSTI

Výkonnost společnosti zahrnuje souhrn všech podnikových činností, které přispívají k její prosperitě a dlouhodobé existenci. Finanční výkonnost pak odráží výsledky jak finančních, tak nefinančních oblastí. (Knápková et al., 2017, s. 151)

Mezi tradiční metody hodnocení finanční výkonnosti společnosti se řadí zejména finanční analýza, která využívá výpočty ukazatelů na základě dat z účetních výkazů (Vochozka et al., 2021, s. 188). Vernimmen (2018, s. 491-492) rozděluje ukazatele tvorby hodnoty do následujících kategorií podle jejich historického vývoje:

- **Účetní ukazatele** – zaměřují se zejména na sledování čistého zisku nebo ukazatele EPS.
- **Účetní ukazatele druhé generace** – hodnotí efektivitu a porovnávají výnosnost s použitým kapitálem, například prostřednictvím ukazatele ROE.
- **Finanční ukazatele** – zdůrazňují nutnost porovnávat výnosy s náklady na kapitál, příkladem je ukazatel EVA.

Podobné dělení uvádějí také Dluhošová et al. (2021, s. 15-20), když dělí ukazatele následovně:

- **Účetní** – zahrnují ukazatele výsledku hospodaření, peněžních toků nebo rentability.
- **Ekonomické** – zohledňují náklady na kapitál, například DCF nebo EVA.
- **Tržní** – reflektují ceny akcií, například ukazatel MVA.

Z tohoto rozdělení vyplývá, že měření výkonnosti podniku je v současnosti zaměřeno především na tvorbu hodnoty (*value-based management*) (Knápková et al., 2017 s. 151).

Z tradičních (účetních) metod je nejrozšířenější finanční analýza, která slouží jako nástroj hodnocení, zda společnost tvoří hodnotu pomocí využití finančních ukazatelů (Vernimmen, 2018, s. 117; Knápková et al., 2017, s. 151). Součástí finanční analýzy je horizontální analýza, jež zkoumá vývoj jednotlivých položek v čase vzhledem k předchozímu období, a vertikální analýza, která rozkládá jednotlivé účetní položky k dané veličině. Nejrozšířenější je část s poměrovými ukazateli, která hodnotí rentabilitu, likviditu, aktivitu, zadluženost a kapitálový trh. (Vochozka et al., 2021, s. 188-194; Knápková et al.,

2017, s. 151) Jindřichovská a Blaha (2001, s. 262) vysvětlují, že poměrové ukazatele jsou využívány zejména kvůli různým velikostem porovnávaných společností.

3.1 Tradiční ukazatele hodnocení výkonnosti podniku

Další text je zaměřen na tradiční měření výkonnosti v podobě rentability podniku, přičemž nejvíce je rozpracován ukazatel rentability investovaného kapitálu (ROCE). Důvodem je, že Společnost tento ukazatel využívá jako klíčové měřítko finanční výkonnosti.

Rentabilita, synonymem výnosnost, je jeden z klíčových ukazatelů. Společnosti sledují své specifické cíle, ale všechny jeden sdílejí – dosažení určité výnosnosti vloženého kapitálu. Tato výnosnost je úzce spojena s majetkovou a finanční strukturou, je tedy nutné ji posoudit v souladu s platební schopností a finanční stabilitou. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 79)

S výnosností je taktéž spojeno riziko, jelikož při investičním rozhodnutí investoři porovnávají míru rizika a výnosnost. Riziko a výnosnost jsou úzce propojené veličiny a při rozhodování se nelze ohlížet jen na očekávanou výnosnost, ale vyhodnotit i dopad rizika, které bude společnost podstupovat. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 79)

Rentabilita se soustředí na schopnost společnosti vytvářet výsledek hospodaření. V čitateli rentabilních ukazatelů se vždy objeví jedna z kategorií výsledku hospodaření (provozní výsledek, EBIT, EBT, EAT či NOPAT). Naopak ve jmenovateli se objeví vybraná položka, u které je zjišťována ziskovost. (Čížinská, 2018, s. 208-209) Existuje mnoho verzí, jaké položky se objeví ve jmenovateli. První možností je zahrnout do výpočtu celková aktiva společnosti – rentabilita aktiv (rentabilita celkového kapitálu). Je možné se ale také soustředit pouze na vlastní kapitál, čímž je vypočítána rentabilita vlastního kapitálu, která je klíčová pro vlastníky společnosti. Dalším konceptem je rentabilita dlouhodobého kapitálu, přičemž zde je využit tzv. „investovaný kapitál“ (*capital employed*), který zahrnuje veškeré investice akcionářů a věřitelů s výjimkou krátkodobých závazků. Tento ukazatel znázorňuje úspěšnost dlouhodobých investic společnosti. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 81)

Mezi běžné ukazatele ziskovosti jsou tedy řazeny:

- ROA – rentabilita aktiv;
- ROCE – rentabilita investovaného kapitálu;
- ROE – rentabilita vlastního kapitálu;
- ROS – rentabilita tržeb. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 25)

Stejně jako metody hodnocení efektivnosti investic i ukazatele rentability nemají samy o sobě vypovídající hodnotu. Je nutné je porovnat s náklady obětované příležitosti. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 25)

Mezi negativa ukazatelů rentability lze zařadit fakt, že nezahrnují podnikatelské ani finanční riziko a hodnotí minulé období (Pavelková a Knápková, 2012, s. 25). Vernimmen (2018, s. 491-492) poukazuje na další nevýhodu – možnou manipulaci s ukazateli. Například zvýšení ROE bez vytvoření jakékoliv hodnoty pouhým zvýšením zadluženosti. Zároveň vyzdvihuje ukazatel ROCE, který tomuto zkreslení nepodléhá. Upozorňuje i na odvětví, ve kterých je ukazatel ROCE nevhodný, konkrétně bankovníctví nebo pojišťovnictví.

3.1.1 Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity, ROE)

Ukazatel ROE je považován za základní a nejpoužívanější ukazatel ziskovosti. Výsledek vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na korunu investovaného kapitálu vlastníkem (Vochozka, 2011, s. 23; QFinance: The Ultimate Resource, 2013, s. 1250; Vernimmen, 2018, s. 217; Bragg, 2017, s. 313). Výsledná rentabilita by měla být vyšší než náklady na kapitál (Pavelková a Knápková, 2011, s. 23-24).

$$ROE = \frac{\text{čistý příjem}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (8)$$

3.1.2 Rentabilita tržeb (Return on Sales, ROS)

Vochozka et al. (2021, s. 194) uvádí, že ukazatel ROS je důležitý z hlediska efektivnosti společnosti. V publikaci QFinance: The Ultimate Resource (2013, s. 1250) je toto tvrzení rozšířeno a je zmíněno, že ukazatel ROS je spíše ukazatel efektivnosti než ukazatel ziskovosti. Pavelková a Knápková (2011, s. 20) uvádějí, že ukazatel vyjadřuje ziskovou marži podniku. Vochozka et al. (2021, s. 195) uvádí, že je možné využít v čitateli jak EAT, tak EBIT. Na srovnání mezi společnostmi je poté vhodnější využít EBIT kvůli různé míře zdanění v daných zemích (Pavelková a Knápková, 2012, s. 20).

$$ROS = \frac{EAT \text{ nebo } EBIT}{\text{tržby z výrobků a služeb} + \text{tržby z prodeje zboží}} \quad (9)$$

3.1.3 Rentabilita aktiv (Return on Assets, ROA)

Ukazatel ROA vyjadřuje ziskovost celkových aktiv podniku vložených do podnikání (Jindřichovská a Blaha, 2001, s. 267; Vochozka, 2011, s. 22). Výsledkem je zobrazena

schopnost managementu generovat výnosy (QFinance: The Ultimate Resource, 2013, s. 1248). Knápková et al. (2017, s. 102) poté vnímají ROA jako ukazatel produkční síly společnosti.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (10)$$

V publikaci QFinance: The Ultimate Resource (2013, s. 1249) je uvedeno i variantní řešení – rentabilita čistých operativních aktiv (*Return on Net Assets, RONA*), která je využívána v metodě ekonomické přidané hodnoty.

$$RONA = \frac{\text{čistý příjem} + \text{úrokové náklady}}{\text{stálá aktiva} + \text{pracovní kapitál}} \quad (11)$$

3.1.4 Rentabilita investovaného kapitálu (Return on Capital Employed, ROCE)

Ukazatel ROCE slouží k vyjádření výše provozního výsledku hospodaření před zdaněním ke kapitálu investovanému vlastníky nebo věřiteli (Vochozka et al., 2021, s. 194). Vernimmen (2018, s. 237) udává základní pravidlo, které říká, že společnost tvoří hodnotu, pokud je vygenerovaný ukazatel ROCE vyšší než náklady na kapitál.

Poměrový ukazatel ROCE je běžně využíván pro porovnání výkonnosti mezi různými společnostmi (Grünwald a Holečková, 2007, s. 85). Dluhošová et al. (2021, s. 19-20) vidí význam tohoto ukazatele v tom, že určuje „zvýšení potenciálu vlastníka využitím dlouhodobého cizího kapitálu“.

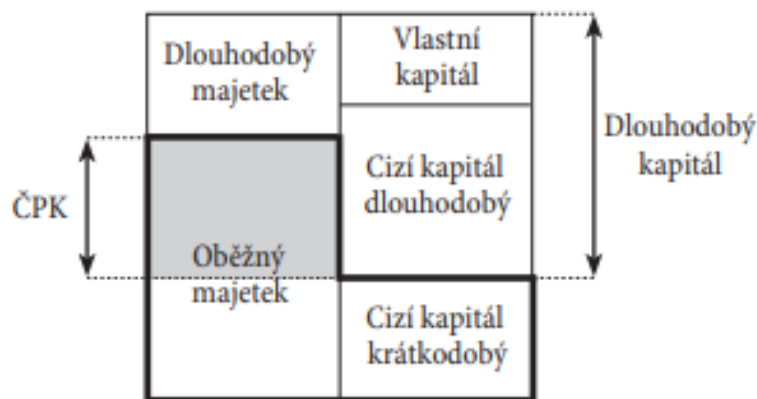
$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{dlouhodobý kapitál}} \times 100 \quad (12)$$

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + rezervy + dl. závazky + dl. bank. úvěry} \times 100 \quad (13)$$

Ve jmenovateli je dlouhodobý kapitál poskytnutý jak akcionáři, tak věřiteli. Krátkodobé závazky zahrnuté nejsou, protože jejich vliv na rentabilitu není nijak významný. Grünwald a Holečková (2007, s. 85) nepovažují krátkodobá pasiva za kapitál, jelikož nejsou získávána na kapitálovém trhu, ale na trhu finančním nebo v rámci obchodních vztahů.

Dlouhodobý kapitál je nejčastěji stanoven z pohledu aktiv. Takto stanovený dlouhodobý kapitál je vypočítán jako součet dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu. Čistý pracovní kapitál je určen jako rozdíl mezi pracovním kapitálem a krátkodobými cizími zdroji. Přičemž pracovní kapitál tvoří zásoby, pohledávky a

krátkodobý finanční majetek. (Knápková et al., 2017, s. 86) Pro lepší vymezení dlouhodobého kapitálu je možné využít Obrázek 1, který znázorňuje vymezení dlouhodobého kapitálu z pohledu pasiv a alternativní vymezení ze strany aktiv.



Obrázek 1 Vymezení dlouhodobého kapitálu

(zdroj: Knápková et al., 2017, s. 87)

Konfliktní oblastí spojenou se jmenovatelem zůstává, zda použít kapitál počáteční nebo konečný (zda kapitálové výdaje přispěly k tvorbě hodnoty či nikoliv), případně průměr počátečního a konečného stavu kapitálu. Zvolený způsob poté není vhodné měnit, aby nebyly údaje zkreslené. (Vernimmen, 2018, s. 217)

Vernimmen (2018, s. 47-49) dále podrobněji rozpracovává položky, které se řadí do investovaného kapitálu:

- **Dlouhodobý majetek** – v této oblasti by měla být vyřazena neprovozní aktiva, která neslouží k hlavní podnikatelské činnosti podniku (kupříkladu pozemky, budovy, dceřiné společnosti s odlišnou činností, a jiné).
- **Provozní pracovní kapitál** – nejčastější definicí pracovního kapitálu jsou oběžná aktiva minus krátkodobé závazky.
- **Neprovozní pracovní kapitál** – v praxi se v této kategorii vyskytují položky, které nelze zařadit jinam (pohledávky za dlouhodobým majetkem, mimořádné položky).

Investovaný kapitál (*capital employed*) je tedy součet dlouhodobého majetku společnosti a pracovního kapitálu (provozního i neprovozního) (Kislingerová et al., 2010, s. 95).

Rentabilita investovaného kapitálu zpravidla v čitateli využívá provozní výsledek hospodaření, který musí být upraven, aby věrně odrážel skutečnou provozní výkonnost podniku – EBIT, NOPAT či KPVH (korigovaný provozní výsledek hospodaření). (Čížinská, 2018, s. 208-209) Ačkoliv se názory na to, jaký typ zisku použít, liší, nejčastěji je využíván před úroky a zdaněním (EBIT) (např.: Maverick, 2024; Knápková a kol., 2017, s. 106). Tato kategorie není ovlivněna daňovými a úrokovými sazbami a ani strukturou finančních zdrojů, čímž jsou myšleny změny podílu úročených cizích zdrojů (Dluhošová et al., 2021, s. 91).

Kromě názvu rentabilita investovaného kapitálu je možné použít i název rentabilita úplatného kapitálu. Pod pojmem úplatný kapitál je brán veškerý kapitál v podniku, který nese náklad (vlastní kapitál, dlouhodobé cizí zdroje a krátkodobé cizí zdroje nesoucí náklad). Knápková et al. (2017, s. 105) navrhuje, že místo zisku lze v čitateli použít i cash flow z provozní činnosti, který není ovlivněn použitými způsoby odepisování.

Vernimmem (2018, s. 217) taktéž představuje rentabilitu investovaného kapitálu následujícím rozkladem, který využívá provozní marží a obrat aktiv:

$$\frac{\text{provozní zisk po zdanění}}{\text{úplatný kapitál}} = \frac{\text{provozní zisk po zdanění}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{úplatný kapitál}} \quad (14)$$

3.2 Moderní přístupy k hodnocení výkonnosti podniku

V této části textu je popisována ekonomická přidaná hodnota. Společnost sice využívá pro hodnocení finanční výkonnosti ukazatel rentability investovaného kapitálu, nicméně veškeré rentabilní ukazatele jsou teorií řazeny jako tradiční metody. Aby byl poskytnut komplexní pohled na tvorbu hodnoty, je popsána a následně i použita ve výpočtech ekonomická přidaná hodnota.

Existuje několik důvodů, proč je důležité společnost hodnotit – při změně vlastníka, hodnocení stakeholdery nebo hodnocení společnosti samotnou společností, které je využíváno zejména vlastníky pro přehled o vývoji financí, přičemž se soustředí především na vývoj zisků. Vochozka et al. (2021, s. 236) přibližuje dvě běžně využívané metody hodnocení společnosti podle její výkonnosti: tržní přidanou hodnotu (MVA) pro společnosti kótované na veřejném akciovém trhu a ekonomickou přidanou hodnotu (EVA). Tato metoda ukazuje, zda společnost tvoří či ničí svou hodnotu (Ehrbar, 1998, s. 7; Bragg, 2017, s. 316). Steward (2013, s. 19) dále rozebírá tyto dvě metody a zmiňuje fakt, že „EVA je jediným ukazatelem výkonnosti, který se přímo váže k MVA“. Mezi další moderní ukazatele

hodnotového řízení patří například shareholder value nebo CFROI pocházející od The Boston Consulting Group. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 17) Z moderních hodnotových metod je dále vybrán a popsán ukazatel ekonomické přidané hodnoty.

Mnozí autoři (Ehrbar, 1998, s. 1; Steward, 2013, s. 1; Young a O'Byrne, 2001, s. 9) zdůrazňují, že ekonomická přidaná hodnota (EVA) neslouží pouze jako měřítko výkonnosti, ale může fungovat také jako komplexní systém řízení a rozhodování, který je propojený s odměňováním managementu. Tento ukazatel hodnotí skutečný ekonomický zisk, nazývaný také jako reziduální zisk, mimořádný zisk, nadzisk nebo zbytkový příjem (Pavelková a Knápková, 2012, s. 52; Ehrbar, 1998; Steward, 2013, s. 1; Young, 2013, s. 814; QFinance: The Ultimate Resource, 2013, s. 1222). Bragg (2017, s. 316) dále rozvádí myšlenku užití ukazatele EVA v investičním rozhodování, přičemž princip využití konceptu je podobný jako při měření výkonnosti podniku. Je zde určen rozdíl mezi mírou návratnosti aktiv a náklady na kapitál, který se následně vynásobí čistou investicí do podniku.

EVA tedy vyjadřuje rozdíl mezi ekonomickým ziskem podniku a náklady na kapitál, které představují minimální výnosnost (Dluhošová et al., 2021, s. 17). Pro správný výpočet je nutné upravit účetní zisk na zisk ekonomický, a to více než 160 možnými úpravami, které definuje firma Stern Steward & Co. V rámci ekonomického zisku se zahrnují i oportunitní náklady, tedy náklady obětované příležitosti, které představují výnosy z nevyužitých investičních příležitostí se stejným rizikem. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 17; Young, 2013, s. 814)

Ukazatel EVA je známý od roku 1993, kdy se dostal do povědomí díky poradenské firmě Stern Steward & Co (Pavelková a Knápková, 2012, s. 17). Dluhošová et al. (2021, s. 17) upozorňují, že ačkoliv tento koncept existuje od 90. let 20. století, podniky jej začaly jako základní ukazatel používat teprve nedávno. Bragg (2017, s. 316) definuje ekonomickou přidanou hodnotu jako alternativní způsob měření přidané hodnoty ve společnosti.

V zahraniční literatuře (například Steward, 2013, s. 3; Young a O'Byrne, 2001, s. 35) je výpočet ukazatele EVA prezentován i následujícím zjednodušeným způsobem:

$$\text{čisté tržby} - \text{provozní náklady} = EBIT$$

$$EBIT - \text{daně} = NOPAT$$

$$\begin{aligned} &\text{náklady na kapitál} * \text{čistá operativní aktiva podniku} \\ &= \text{kapitálové náklady} \end{aligned}$$

$$EVA = NOPAT - \text{kapitálové náklady} \quad (15)$$

Ukazatel EVA tedy vychází z hodnoty EBITu, od kterého se odečte daň z příjmu, čímž se získá čistý operativní zisk po zdanění (NOPAT). Od NOPAT se dále odečtou kapitálové náklady, které se vypočítají jako čistá aktiva podniku vynásobená náklady na kapitál, přičemž tyto průměrné vážené náklady na kapitál (WACC) se vypočítávají na základě podílu vlastního a cizího kapitálu ve společnosti. (Young, 2013, s. 814)

Young a O'Byrne (2001, s. 45-46) nebo Knápková et al. (2017, s. 153) navrhuji i jiný způsob výpočtu pomocí návratnosti čistých aktiv (RONA). Definují základní pravidlo tvorby hodnoty: „*Pokud je návratnost čistých aktiv (RONA) vyšší než náklady na investovaný kapitál, poté je EVA kladná*“. Pro výpočet návratnosti čistých aktiv je vzorec následující:

$$RONA = \frac{NOPAT}{\text{čistá operativní aktiva}} \quad (16)$$

Ukazatel EVA se poté vypočítá jako:

$$EVA = (RONA - WACC) * C \quad (17)$$

Pro mezipodnikové srovnání je následně využíván pouze tzv. „*spread*“ ve formě $(RONA - WACC)$. (Knápková et al., 2017, s. 153)

Aby bylo možné výpočet ukazatele EVA provést, je nutné přetransformovat účetní informace na ekonomické. Vernimmen (2018, s. 494) uvádí pouze některé úpravy, které zahrnují přičtení mimořádných ztrát z předchozích let nebo úpravu odpisů, aby byly v souladu s přepočtem použitého kapitálu. Knápková et al. (2017, s. 154) popisují tyto změny podrobněji. Zdůrazňují nezbytnost úprav jednotlivých položek rozvahy, aby byla vymezena čistá operativní aktiva (NOA), a upravit jednotlivé položky výsledku hospodaření, aby byl vymezen operativní zisk spojený s hlavní činností společnosti.

4 SHRNUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI

V teoretické části diplomové práce je provedena literární rešerše zaměřená na oblasti investičního rozhodování, hodnocení efektivnosti investičních projektů a způsoby měření finanční výkonnosti podniků.

První kapitola je věnována investicím, jejich definici a dělením. Hlavní část této kapitoly se zaměřuje na investiční rozhodování, které je definováno jako klíčová dlouhodobá podniková činnost k zajištění jeho existence.

Další kapitola se soustředí na hodnocení investičních projektů. Nejprve jsou metody hodnocení rozděleny podle toho, zda zohledňují faktor času, na statické a dynamické metody. Součástí je i vysvětlení faktoru času a diskontní sazby, která je propojena s váženými průměrnými náklady kapitálu. Hlavní pozornost je věnována jednotlivým metodám hodnocení, přičemž podrobněji jsou rozebrány metody čisté současné hodnoty, vnitřního výnosového procenta, doby návratnosti a indexu rentability.

Závěrečná, třetí, kapitola teoretické části se zaměřuje na finanční výkonnost společnosti a způsoby jejího měření. Na úvod jsou ukazatele rozděleny na účetní a ekonomické. Následuje rozbor rentability podniku jako zástupce tradičních metod, a jsou definovány jednotlivé ukazatele. Kapitola pokračuje moderními měřítky výkonnosti podniku, přičemž podrobněji je zpracována ekonomická přidaná hodnota.

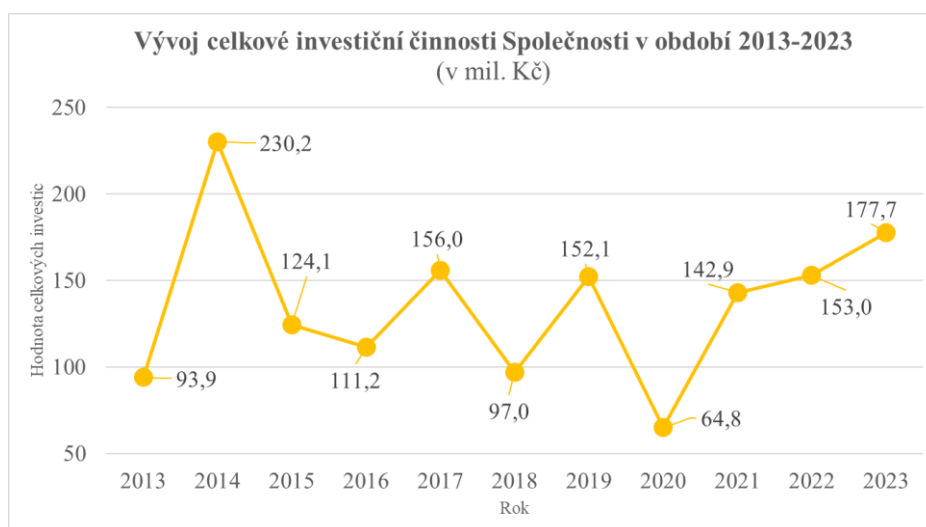
II PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI A JEJÍ INVESTIČNÍ SPOLEČNOSTI

Společnost si nepřeje být jmenována ani identifikována, proto jsou její charakteristika i investiční projekty popsány obecně a číselné údaje jsou přepočítány zadaných koeficientem.

Společnost, pro kterou je zjišťován vliv investičních rozhodnutí, je výrobní společnost, jejíž historie sahá až do první poloviny minulého století. Po sametové revoluci se spojila se silným partnerem a v současné době je součástí mezinárodní skupiny, jejíž sídlo neleží v České republice. Společnost působí ve zpracovatelském průmyslu a přes své dceřiné společnosti provádí prodej výrobků. Společnost se svým počtem zaměstnanců řadí podle dělení Ministerstva průmyslu a obchodu (2010) do skupiny středních podniků nad 250 zaměstnanců. Společnost dělí zaměstnance na členy statutárního orgánu; ostatní vedoucí zaměstnance, kteří jsou členům orgánů přímo podřízeni a dále na ostatní zaměstnance, kteří tvoří majoritní část.

Pro posouzení vlivu jednotlivých investičních rozhodnutí a jejich dopadu na ukazatel rentability investovaného kapitálu Společnost vybrala 12 projektů, které považuje za významné a které jsou předmětem přepočtu. Vybrané projekty tvoří veškerou investiční činnost Společnosti. Vývoj veškeré investiční činnosti ve sledovaném období 2013 až 2023 je znázorněn v Grafu 1. Ustálení hodnoty investiční činnosti a její růstovou tendenci lze pozorovat od roku 2021, do té doby jsou hodnoty celkových investic Společnosti značně proměnné.



Graf 1 Vývoj celkové investiční činnosti Společnosti

(zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv Společnosti)

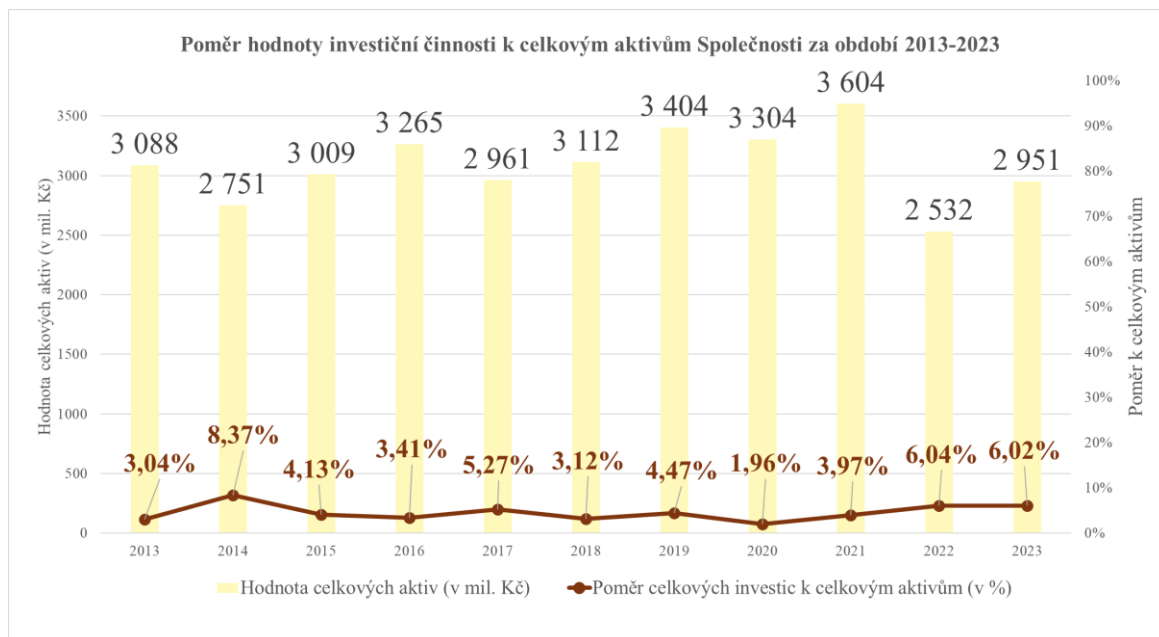
Společnost si podle svého uvážení zvolila 12 pro ni významných projektů, které jsou označeny názvy P1 až P12 kvůli zachování anonymity. Tyto projekty ovšem netvoří veškerou investiční činnost, což je uvedeno v Tabulce 2, která přibližuje poměr vybraných investičních projektů k celkovým investicím daného roku. Jelikož Společnost chtěla zjistit dopad svých minulých investičních rozhodnutí, zadala projekty zejména z období 2013-2019. Projekty z období 2020 a dále nežadávala z důvodu ještě neexistujícího Následného ekonomického auditu (*Post Completion Audit, PCA*), který bude pro projekty zpracován až v roce 2025 a dále. To potvrzuje i vypočítaný poměr zadaných investičních projektů k celkovým investicím. Za období 2013 až 2019 je tento poměr průměrně okolo 52 %. Značně vyšší je poté poměr v roce 2014 (77,6 %), kvůli významné investici do projektu P1, a naopak nejnižší je v období 2016 (35,4 %). V rámci zmíněného auditu si Společnost po uvedení velkých investic zpětně přepočítává přínosy na základě reálných dat.

Tabulka 2 Poměr objemu vybraných investičních projektů k celkovým investicím

Rok	Hodnoty investičních projektů (v mil. Kč)	Hodnota celkových investic (v mil. Kč)	Poměr investičních projektů k celkovým investicím
2013	38,4	93,9	40,86 %
2014	178,7	230,2	77,62 %
2015	67,0	124,1	53,95 %
2016	39,4	111,2	35,42 %
2017	86,6	156,0	55,51 %
2018	50,0	97,0	51,51 %
2019	78,1	152,1	51,32 %
2020	8,8	64,8	13,56 %
2021	3,3	142,9	2,30 %
2022	7,7	153,0	5,05 %
2023	3,6	177,7	2,01 %

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společnosti)

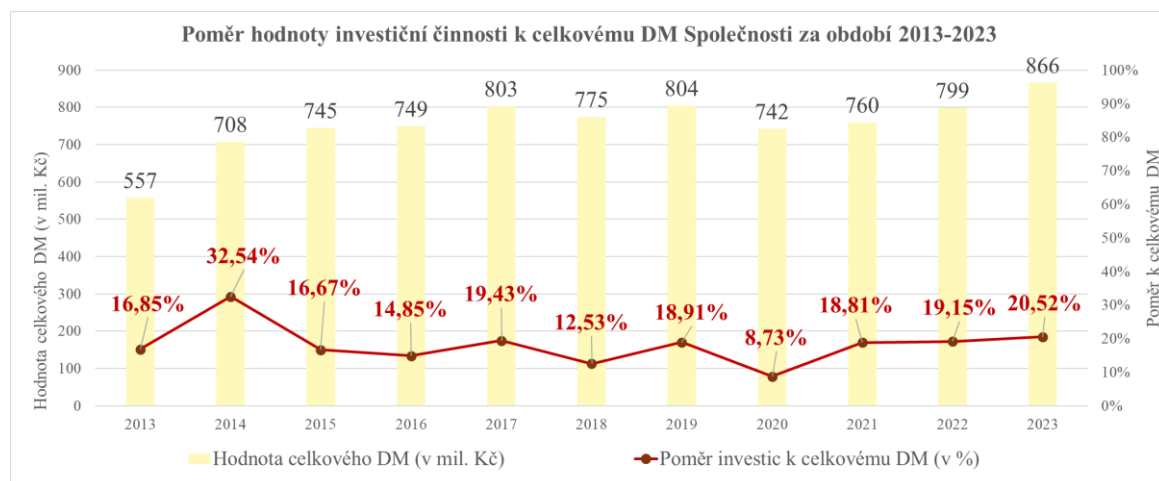
Dalším významným bodem je stanovení hodnoty celkové investiční činnosti vzhledem k hodnotě celkových aktiv a vzhledem k celkové hodnotě dlouhodobého majetku, hodnoty, ze kterých je při výpočtech vycházeno jsou uvedeny v Příloze P II. V Grafu 2 je zachycen poměr celkové investiční činnosti k celkovým aktivům Společnosti za vybrané období. Průměrně Společnost investuje 4,53 % ročně z hodnoty aktiv, nejvyšší hodnotu vykazuje opět rok 2014, ve kterém proběhla významná investice do projektu P1. V posledních sledovaných letech 2022 až 2023 se hodnota ustálila na 6,0 %.



Graf 2 Poměr investiční činnosti k celkovým aktivům za období 2013-2023

(zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv a zadaných dat Společnosti)

Ve většině případů Společnost investuje do dlouhodobého majetku, tudíž je prezentován i Graf 3 s poměrem investiční činnosti k hodnotě dlouhodobého majetku Společnosti za dané období 2013 až 2023. Pokud se hodnoty zprůměrují, Společnost ročně investuje cca 18 % z hodnoty dlouhodobého majetku. Opět vyčnívá rok 2014 (32,5 %), bez kterého je roční průměr investic 16,7 %.



Graf 3 Poměr investiční činnosti k celkovému DM za období 2013-2023

(zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv a zadaných dat Společnosti)

6 INVESTIČNÍ PROJEKTY

Společnost v rámci investičního rozhodování dělí projekty na expanzní projekty, díky kterým je rozšířena výroba či jsou uvedeny na trh nové výrobky a dále na projekty racionalizační, které umožňují efektivněji vyrábět – vyrábět s nižšími náklady. Do všech 12 vybraných investičních projektů se Společnost rozhodla investovat dobrovolně, nejedná se tudíž o projekty, do kterých by Společnost investovat musela (například z důvodu nové legislativy). Společnost samozřejmě investuje i do projektů, kde není dosaženo požadované míry návratnosti. Jedná se o projekty spojené se společenskou odpovědností, která je vnímána jako strategicky důležitý ukazatel. V rámci této diplomové práce jsou představeny pouze projekty, které byly vybrány na základě dosažení požadované míry výnosnosti.

Společnost při investičním rozhodování vychází zejména z výpočtu IRR. Pro výpočet IRR je třeba si nadefinovat cash flow v jednotlivých letech, které jsou vyděleny jmenovatelem, kterým je dlouhodobý kapitál. Cash flow je stanoven jako zisk po zdanění, ke kterému jsou přičteny odpisy. Od toho je odečtena částka kapitálového výdaje a následně přičtena či odečtena změna pracovního kapitálu. Pracovní kapitál je přičítán, pokud v daném roce nastalo snížení konečného stavu; a naopak pracovní kapitál je odečítán, pokud v daném roce došlo ke zvýšení konečného stavu ČPK.

Vnitřní výnosové procento si Společnost stanovuje na 5 let dopředu po vynaložení veškerých kapitálových výdajů na daný projekt. Po 5 letech je do výpočtu IRR započítán ještě peněžní tok roku následujícího, který tvoří zůstatková hodnota majetku a pracovního kapitálu (od sumy kapitálových výdajů je odečten součet prozatímních odpisů a k tomu je přičtena suma změn pracovního kapitálu). Společnost se opírá o myšlenku, že po 5 letech stále vlastní zařízení, které má zůstatkovou hodnotu, za kterou je možné jej prodat. Zůstatková hodnota pracovního kapitálu vychází z téže myšlenky – po 5 letech, kdy výpočet u projektu končí, má Společnost zásoby, které je možné prodat.

Vypočítanou hodnotu IRR následně Společnost porovná s požadovanou mírou výnosnosti, za kterou považuje vážené průměrné náklady na kapitál. Jelikož je Společnost součástí mezinárodní skupiny, výši WACC nepočítá a používá zadanou výši od centrální společnosti. Výše WACC je ve Společnosti stanovena na 10 %, a v této práci bude hodnota převzata a jednotlivé složky WACC nebudou počítány. Historicky se lišila hodnota požadované výnosnosti pro expanzní a racionalizační projekty. Pro expanzní projekty byla

o 5 % vyšší z důvodu vyšší rizikovosti oproti projektům racionalizačním. V současnosti je ovšem využívána jednotná hodnota 10 %.

Aby byla zajištěna anonymita, projekty jsou pojmenovány v číselné řadě P1 až P12. Ke každému projektu byly Společností zadány údaje (společně s vysvětlením jejich obsahu), které lze najít v Příloze P I. Zadané údaje jsou v následující podobě:

Tabulka 3 Ukázka zadaných dat k expanznímu projektu P2

P2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Investiční výdaje					11 540	4 620	787				
Tržby					0	0	0	9 145	15 590	14 962	14 651
Variabilní náklady						-26	-26	-2 758	-4 481	-4 284	-4 193
Fixní náklady vč. odpisů					-1 100	-1 831	-3 230	-4 266	-4 091	-4 002	
Odpisy					-1 100	-1 563	-1 690	-1 640	-1 571	-1 535	
EBIT					-1 126	-1 857	3 156	6 844	6 588	6 456	
Inventories							914	1 559	1 496	1 465	
Accts. Receivables								1 902	3 243	3 112	3 047
Accts. Payables								-1 024	-1 746	-1 676	-1 641
Working capital								1 792	3 056	2 933	2 872

(zdroj: zadaná data Společností)

Zadány jsou tedy položky kapitálových výdajů v jednotlivých letech, stejně jako dosažené tržby a vynaložené variabilní náklady. Dále jsou vyčísleny fixní náklady včetně odpisů a odpisy zvlášť. Následuje součtový řádek EBIT, který je vypočítán jako tržby, od kterých jsou odečtené variabilní náklady a fixní náklady včetně odpisů. Následují vyčíslené položky potřebných položek pracovního kapitálu a na závěr součtový řádek pracovního kapitálu, který je vypočítán jako součet zásob a pohledávek, od kterých jsou odečteny krátkodobé závazky.

Jelikož jsou projekty děleny na expanzní a racionalizační, u racionalizačních projektů nejsou v zadaných datech uvedeny tržby, ale jsou uvedeny kladné variabilní náklady, které značí úsporu nákladů, jak je zobrazeno v Tabulce 4. Následují fixní náklady, které jsou tvořeny pouze odpisy a součtový řádek EBIT, kde se od kladných variabilních nákladů odečítají odpisy. Tímto způsobem jsou data připravena na výpočet peněžních toků, který je potřebný k výpočtu IRR.

Tabulka 4 Ukázka zadaných dat k racionalizačnímu projektu P5

P5	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Investiční výdaje		956	154					
Tržby								
Variabilní náklady				266	243	254	248	256
Fixní náklady vč. odpisů			-9	-109	-106	-103	-104	-107
Odpisy			-9	-109	-106	-103	-104	-107
EBIT			-9	156	136	150	145	149
Inventories								
Accts. Receivables								
Accts. Payables								
Working capital								

(zdroj: zadaná data Společností)

V následující části této kapitoly jsou jednotlivé projekty stručně charakterizovány. Zároveň jsou prezentovány výpočty reálně dosaženého IRR, které je dopočítáno z dat získaných v rámci následného ekonomického auditu (PCA), který Společnost zpracovává pouze pro významné investice. Společnost totiž nepočítá PCA pro každý projekt, do kterého investuje, ale pouze pro projekty významné. Pro ostatní projekty počítá pouze předpokládané údaje ještě před investicí, ale nepřepočítává je po realizaci projektu v rámci PCA.

6.1 Projekt P1

Projekt s označením P1 je projektem expanzním. V rámci této kapitálově významné investice Společnost investovala do budov a strojních zařízení z důvodu rozšíření výroby.

Projekt P1 je ze škály 12 projektů specifický v několika ohledech. Na první pohled se od ostatních zadaných projektů liší, jelikož není počítán podle standardního pětiletého modelu PCA, který Společnost využívá, ale je rozpočítán na dvakrát delší dobu. Jedná se o projekt s výrazně vyššími kapitálovými výdaji, které jsou vynaloženy v průběhu 7 let (od 2013 do 2019) v celkové výši **327,64 mil Kč**. U projektů s takovými kapitálovými výdaji má Společnost povinnost provést *sensitivity analysis*, ve které prodlouží dobu počítání cash flow v rámci PCA z 5 na 10 let. Ze všech 12 zadaných projektů je P1 jediným projektem, ke kterému je zpracován 10letý model výpočtu.

Následuje výpočet vnitřního výnosového procenta – způsob výpočtu je uveden v Tabulce 5. Ze zadaného zisku před úroky a zdaněním (EBIT) je odečtena korporátní daň ve výši 19 % pro roky 2013 až 2023, pro rok 2024 je využita sazba 21 % podle platných daňových zákonů (Zákon č. 586/1992 Sb.). Následně je vypočítán zisk po zdanění, který je používán pro výpočet peněžního toku. Dále je odečtena změna pracovního kapitálu vzniklá v daném roce. Výpočet reálného IRR byl proveden na základě Vzorce 5, přičemž kapitálové výdaje nejsou vynaloženy jednorázově, ale postupně, do výpočtu jsou tedy zakomponovány až v rámci jednotlivých ročních peněžních toků. Tyto peněžní toky jsou následně položeny rovno nule a je zjištěno vnitřní výnosové procento.

Tabulka 5 Výpočet peněžních toků projektu P1

Projekt P1											
Rok	KV	Tržby	VN	FN	Odpisy	Zisk před zdaněním	Daň 19 % (21 % v roce 2024)	Zisk po zdanění	KS pracovního kapitálu	ZMĚNA pracovního kapitálu	Peněžní tok
2013	-38,4			0,0		0,0	0,0	0,0			-38,4
2014	-173,4			3,8	3,8	-7,6	0,0	-7,6			-177,2
2015	-55,7	30,1	17,1	8,5	20,2	-15,7	0,0	-15,7	6,7	6,7	-57,9
2016	-18,6	115,2	65,7	19,0	25,8	4,7	0,9	3,8	25,7	19,0	-8,0
2017	-27,9	148,1	97,5	23,5	27,0	0,2	0,0	0,2	33,1	7,4	-8,1
2018	-4,4	241,9	148,1	31,7	28,8	33,3	6,3	27,0	54,0	20,9	30,5
2019	-9,3	269,9	164,9	35,4	27,5	42,1	8,0	34,1	60,2	6,3	46,1
2020		277,8	169,7	36,4	28,4	43,2	8,2	35,0	62,0	1,7	61,7
2021		273,5	166,8	35,9	26,8	44,1	8,4	35,7	61,0	-1,0	63,5
2022		262,4	160,1	34,4	24,8	43,1	8,2	34,9	58,6	-2,5	62,2
2023		256,7	156,8	33,7	24,3	42,0	8,0	34,0	57,3	-1,3	59,6
2024		256,8	157,0	33,7	21,1	45,0	9,5	35,6	57,3	0,0	56,7
ZÚSTATKOVÁ HODNOTA											126,5

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

Po realizaci projektu je v rámci této diplomové práce spočítáno IRR ve výši **7,39 %**, které vychází z reálných dat po realizaci projektu a je nižší než požadovaná míra výnosnosti daná hodnotou WACC.

6.2 Projekt P2

Projekt P2 je taktéž zástupcem expanzních projektů – investice do strojního zařízení na rozšíření portfolia výroby. Kapitálové výdaje, v celkové výši **16,95 mil. Kč**, jsou vynaloženy v průběhu třech let (2017-2019) a od roku 2020 poté běží standardní pětiletý model výpočtu, který Společnost využívá. V letech 2017 až 2019 je tedy dosahováno záporného peněžního toku, jelikož zde existují pouze kapitálové výdaje, variabilní náklady, fixní náklady a odpisy. Od roku 2020 dosahuje Společnost tržeb z tohoto projektu a dosahuje tedy kladných peněžních toků až do skončení projektu.

Při přepočtu z reálných dat po realizaci projektu je spočítáno IRR **15,71 %**. Při hodnocení je využíváno porovnání s náklady kapitálu – průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC) – přičemž Společnost používá WACC centrálně zadané ve výši 10 %. Expanzní projekt P2 je tedy nad hranicí požadované výnosnosti.

6.3 Projekt P3

Projekt označený zkratkou P3 je první racionalizační projekt, nazýván také jako projekt postprodukční. Tento druh projektu má za cíl úsporu nákladů, konkrétně bylo investováno do stávajícího strojního zařízení. Kapitálové výdaje tohoto projektu činily **0,774 mil. Kč**.

Jak již bylo zmíněno v úvodu této kapitoly, racionalizační projekty se od expanzních liší v podobě zadaných dat. U racionalizačních projektů nejsou vyčísleny tržby, nýbrž úspora nákladů v podobě kladných variabilních nákladů. Tyto kladné VN se tedy položí místo tržeb a následuje klasický výpočet peněžních toků, jak je znázorněno v Tabulce 6.

Tabulka 6 Výpočet peněžních toků projektu P3

Projekt P3										
Rok	KV	Tržby	VN	FN	Odpisy	Zisk před zdaněním	Daň 19 %	Zisk po zdanění	Změna pracovního kapitálu	Peněžní tok
2014	-0,774									-0,774
2015			0,155		0,077	0,079	0,015	0,064		0,140
2016			0,243		0,152	0,091	0,017	0,074		0,226
2017			0,258		0,148	0,110	0,021	0,089		0,237
2018			0,292		0,144	0,148	0,028	0,120		0,264
2019			0,307		0,144	0,163	0,031	0,132		0,276
2020			0,167		0,074	0,093	0,018	0,075		0,149
ZÚSTATKOVÁ HODNOTA										0,034

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společnosti)

Reálně dosažené IRR pro projekt P3 je ve výši **16,80 %**. Pokud je považována požadovaná výnosnost na úrovni 10 %, projekt P3 tuto hranici překračuje. Jelikož projekt není kapitálově významný, jeho dopad i přes vyšší IRR do finanční výkonnosti Společnosti není nijak značný.

6.4 Projekt P4

Investiční projekt P4 je dalším expanzním projektem s celkovými kapitálovými výdaji **7,41 mil. Kč**, které byly vynaloženy zejména v roce 2017 (5,885 mil. Kč), ale i v letech 2018 (69 tis. Kč) a 2019 (1,456 mil. Kč). Investováno bylo do budov a strojů za účelem rozšíření portfolia výroby. Od roku 2018 Společnost získává tržby z realizace tohoto projektu a dosahuje tedy kladných peněžních toků i přes vyšší kapitálový výdaj v roce 2019.

Při výpočtu IRR pomocí dat z následného ekonomického auditu je získáno výsledné IRR **26,67 %**, které překračuje požadovanou výnosnost. Ta je Společností udávána jako 10 %.

6.5 Projekt P5

Projekt P5 je zástupce racionalizačního typu projektů, které cílí na úsporu nákladů, a kapitálový výdaj tohoto projektu činí **1,11 mil. Kč**. V rámci projektu P5 Společnost modifikovala stávající strojní zařízení. Stejně jako u projektu P3 jsou uvedeny kladné variabilní náklady, od kterých jsou odečteny pouze odpisy.

Vypočítané reálně dosažené IRR dosahuje hodnoty **9,43 %**. Tento projekt dosahuje o 0,57 % méně, než je požadovaná výnosnost (10 %). Projekt byl i přesto přijat, důvodem může být nižší rizikovost u postprodukčních projektů než u projektů expanzních.

6.6 Projekt P6

Investiční projekt P6 je další z expanzních projektů, konkrétně byl nahrazen stávající stroj novým strojním zařízením. Kapitálové výdaje vynaložené na P6 jsou ve výši **2,89 mil. Kč**. Úroková míra, při které je čistá současná hodnota rovna nule neboli IRR, je u tohoto projektu **9,97 %**.

6.7 Projekt P7

Projekt P7 se řadí mezi kapitálově významné projekty Společnosti. Po projektu P1 je ze škály 12 projektů druhý nejvýznamnější – celkem **91,54 mil. Kč**. Jelikož se jedná o vysoké kapitálové výdaje, Společnost si je rozložila na několik let a platila postupně od roku 2018 do roku 2023. Stejně jako projekt P1, i projekt P3 je specifický. Společnost zpětně vyhodnotila, že jí nepřinesl žádné dodatečné tržby, ani neuspořil náklady. Investování do tohoto projektu považuje Společnost za neúspěšné a eviduje pouze odpisy. I přesto, nebo právě proto, je projekt zařazen mezi 12 vybraných investic, aby byl v rámci této diplomové práce zjištěn dopad vynaložení těchto kapitálových výdajů. Jednalo se o expanzní projekt – konkrétně investici do budov a strojů na rozšíření výroby.

Jelikož se jedná o specifický projekt, je prezentován i výpočet peněžních toků za dané roky (viz Tabulka 7). Zpětně vypočítané, reálně dosažené, vnitřní výnosové procento projektu P7 je záporné (**-7,23 %**). Dosáhnout záporné IRR je možno právě v případě, že se IRR přepočítává k projektu dodatečně.

V letech 2018 až 2023 jsou vynakládány kapitálové výdaje v celkové výši přes 91 mil. Kč. Nejvýznamnější KV je v roce 2019 (56,9 mil. Kč). Od roku 2022 Společnost eviduje odpisy, které se ovšem v peněžním toku neprojeví, jelikož ten je stanoven jako součet zisku po zdanění a odpisů, následně jsou odečteny kapitálové výdaje a poté přičtena/odečtena změna ČPK. Jednotlivé peněžní toky tedy kopírují kapitálové výdaje, kromě hodnoty v roce 2027 (zůstatková hodnota majetku, za kterou je možné budovy a zařízení prodat).

Tabulka 7 Výpočet peněžních toků u projektu P7

Projekt P7											
Rok	KV	Tržby	VN	FN	Odpisy	Zisk před zdaněním	Daň 19 % (21 % v roce 2024)	Zisk po zdanění	Pracovní kapitál	ZMĚNA pracovního kapitálu	Peněžní tok
2018	-15,8										-15,8
2019	-56,9										-56,9
2020	-5,7										-5,7
2021	-2,1										-2,1
2022	-7,6				7,1	-7,1	0,0	-7,1			-7,6
2023	-3,5				7,7	-7,7	0,0	-7,7			-3,5
2024					8,1	-8,1	0,0	-8,1			0,0
2025					8,4	-8,4	0,0	-8,4			0,0
2026					8,4	-8,4	0,0	-8,4			0,0
ZÚSTATKOVÁ HODNOTA											51,8

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

6.8 Projekt P8

Investiční projekt s názvem P8 je expanzním projektem Společnosti – investováno bylo do strojního zařízení. Celkové kapitálové výdaje projektu činily **11,66 mil. Kč** a byly vynakládány postupně v letech 2018 až 2023, přičemž nejvyšší investice proběhly v letech 2018 až 2020 (10,27 mil. Kč). Ze všech vybraných projektů má projekt P8 nejvyšší reálně dosažené vnitřní výnosové procento, konkrétně **33,18 %**. Společnost dosahovala díky tomuto projektu vysokého zisku před zdaněním (průměrně 4,9 mil. Kč) ročně a byly zaznamenány téměř minimální změny pracovního kapitálu (průměrně okolo 150 tis. Kč).

6.9 Projekt P9

Projekt P9 je další z řady expanzních projektů s celkovými kapitálovými výdaji **6,24 mil. Kč**, které byly vynaloženy zejména v roce 2019 (5,62 mil. Kč). Od roku 2020 generuje tento projekt Společnosti tržby a dosahuje tedy kladných peněžních toků. Zisk před zdaněním z projektu P9 dosahuje průměrně výše 2 mil. Kč ročně. Vnitřní výnosové procento bylo v rámci PCA zpětně vypočítáno v hodnotě **20,88 %**. Přesahuje tudíž požadovanou míru výnosnosti, kterou má Společnost stanovenou na 10 %.

6.10 Projekt P10

Projekt P10 je posledním vybraným racionalizačním projektem Společnosti, zaměřeným na úsporu nákladů. Celkové kapitálové výdaje jsou jedny z těch vyšších – celkem **31,01 mil. Kč** a byly investovány do rekonstrukce stávajícího stroje.

Jak již bylo zmíněno, postprodukční projekty se liší v zadáných datech. Nejsou uvedeny tržby, ale přínos Společnosti je udáván v úspoře nákladů ve formě kladných variabilních nákladů. IRR tohoto projektu, při kterém je jeho čistá současná hodnota nulová, je **6,87 %**.

6.11 Projekt P11

Expanzní investiční projekt P11 (nové strojní zařízení) je v pořadí výše kapitálových výdajů třetí nejvýznamnější. Celkové kapitálové výdaje projektu činí **44,77 mil. Kč** a byly vynaloženy v letech 2016 až 2018. I přesto, že Společnost dosahovala tržeb už v roce 2018, standardní pětiletý model v rámci PCA je počítán až od roku 2019, jelikož v roce 2018 byl vynaložen kapitálový výdaj nejvyšší (21,39 mil. Kč). Výsledné IRR pro projekt P11 je vypočítáno v hodnotě **19,41 %**, přesahuje tedy požadovanou míru výnosnosti stanovenou pomocí vážených průměrných nákladů na kapitál ve výši 10 %.

6.12 Projekt P12

Investiční projekt P12 s celkovými kapitálovými výdaji **19,50 mil. Kč** je poslední z vybraných projektů Společnosti a je taktéž expanzní. Společnost investovala do rozšíření části výroby. Kapitálové výdaje jsou vynakládány v letech 2014 až 2016, přičemž od roku 2016 začíná projekt přinášet tržby. I přesto v roce 2016 Společnost dosahuje záporného peněžního toku z důvodu kapitálových výdajů. Nicméně od roku 2017 do konce sledování projektu dosahuje Společnost tržeb průměrně 7,47 mil. Kč ročně. V rámci výpočtu reálně dosaženého vnitřního výnosového procenta je vypočítána hodnota **26,33 %**. U této hodnoty není pochyb o překročení hodnoty WACC 10 %.

6.13 Shrnutí vybraných investičních projektů Společnosti

Na závěr této kapitoly o investičních projektech, které Společnost vybrala ke zpracování, je zpracována Tabulka 8 se shrnutím. Je v ní uvedeno všech 12 projektů, jejich typ (expanzní/racionalizační), celkové kapitálové výdaje a vypočítané dosažené IRR, které je vypočítáno z dat získaných následným ekonomickým auditem.

Tabulka 8 Shrnutí vybraných investičních projektů

Projekt	Typ	Kapitálový výdaj (v mil. Kč)	Dosažené IRR
P1	expanzní	327,64	7,39%
P2	expanzní	16,95	15,71%
P3	racionalizační	0,77	16,80%
P4	expanzní	7,41	26,67%
P5	racionalizační	1,11	9,43%
P6	expanzní	2,89	9,97%
P7	expanzní	91,54	-7,23%
P8	expanzní	11,66	33,18%
P9	expanzní	6,24	20,88%
P10	racionalizační	31,01	6,87%
P11	expanzní	44,77	19,41%
P12	expanzní	19,5	26,33%

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

7 VÝSLEDKY SPOLEČNOSTI S REALIZACÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ

Pro vyčíslení dopadu zadaných investičních projektů na finanční výkonnost Společnosti je nezbytné nejprve vypočítat a prezentovat výsledky Společnosti za situace, kdy dané investiční projekty byly realizovány – tedy prezentovat reálně dosažené výsledky. Pro hodnocení finanční výkonnosti jsou zvoleny dvě metody. První metoda, která je svou povahou teorií řazena mezi tradiční metody hodnocení, je výpočet rentability. Rentabilitu neboli výnosnost Společnosti je možné měřit pomocí široké škály ukazatelů od rentability vlastního kapitálu, celkových aktiv, tržeb až po rentabilitu investovaného kapitálu. Z rentabilních ukazatelů je vybrána rentabilita investovaného kapitálu, neboť tento typ Společnost používá v externí komunikaci s akcionáři.

7.1 Výpočet ROCE Společnosti v letech 2013 až 2023

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE) je měřítkem efektivnosti managementu při použití nebo využití finančních zdrojů organizace v daném účetním období (Maverick, 2024; Knápková et al., 2017, s. 106). Pro výpočet ukazatele ROCE lze využít poměr zisku před úroky a zdaněním a dlouhodobého kapitálu.

Nejprve je nutné stanovit jednotlivé hodnoty, které se následně doplňují do vzorce. Pro výpočet EBITu (*Earnings Before Interest and Taxes*) je využito volně dostupných údajů z výročních zpráv Společnosti. EBIT jako jedna z kategorií zisku představuje zisk před úroky a zdaněním, a je využíván zejména proto, že není ovlivněn daňovými a úrokovými sazbami a strukturou finančních zdrojů. Pro účely výpočtu je použit výsledek hospodaření před zdaněním z výkazu zisku a ztráty a jsou přičteny nákladové úroky (údaje jsou uvedeny v Příloze P II).

Z Tabulky 9 vyplývá, že EBIT nemá jednoznačný trend. V roce 2015 došlo ke snížení o 17,7 % oproti roku 2014. V dalších dvou letech 2016 a 2017 EBIT rostl a dosáhl vrcholu v roce 2017. Rok 2018 přinesl snížení EBITu a v roce 2019 se snížení ještě více zintenzivnilo a výsledný EBIT se snížil o 17,3 %, jelikož nastal prudký nárůst nákladových úroků (oproti roku 2018 o 66,4 % z hodnoty 6,45 mil. Kč na hodnotu 10,72 mil. Kč). Poslední pokles ve sledovém období nastal mezi lety 2020 a 2021, což i podle výročních zpráv z daného roku souvisí s pandemií onemocnění Covid-19, která narušila dodavatelsko-odběratelské řetězce. Dále rok 2022 je začátkem válečného konfliktu na Ukrajině, který rovněž ovlivnil řetězce a

dramaticky navýšil náklady na vstupy. I přes to od roku 2022 EBIT opět roste – Společnost dosáhla zvýšení o 51,49 %, zároveň se však zvýšily nákladové úroky na více než trojnásobek oproti roku 2021. V roce 2023 se EBIT dostal na nejvyšší úroveň za celé sledované období a je ve výši 393,06 mil. Kč (oproti roku 2022 nárůst o 8,17 %).

Tabulka 9 Výpočet EBITu (v mil. Kč)

Rok	VH před zdaněním	Nákladové úroky	EBIT
2013	355,3	6,7	361,9
2014	379,0	6,2	385,1
2015	312,0	5,0	316,9
2016	332,2	3,7	335,9
2017	334,3	4,0	338,3
2018	291,8	6,4	298,2
2019	236,0	10,7	246,8
2020	254,0	6,3	260,3
2021	235,2	4,7	239,9
2022	347,8	15,6	363,4
2023	382,4	10,6	393,1

(zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv Společnosti)

Dalším krokem je vypočítání jmenovatele. V odborné literatuře je většinou využíván přístup, který stanovuje dlouhodobý kapitál ze strany pasiv. Takto definovaný investovaný dlouhodobý kapitál je poté součtem vlastního a cizího kapitálu, který je snížen o krátkodobé závazky. Druhým způsobem, jak se na dlouhodobý kapitál dívat, je pohled ze strany aktiv. Společnost pro výpočet dlouhodobého kapitálu využívá výpočet z pohledu aktiv, nicméně k výpočtu přistupuje mírně odlišně, než je udáváno v literatuře (viz Obrázek 1).

Společnost si tento klasický postup mírně upravila: do položky dlouhodobého majetku zahrnuje pouze dlouhodobá hmotná aktiva, přičemž důvodem může být snaha o poskytnutí přesnějšího obrazu o kapitálové základně, protože ve srovnání s dlouhodobým hmotným majetkem má Společnost minimum dlouhodobého majetku nehmotného a finančního. Co se týče čistého pracovního kapitálu, Společnost do výpočtu zahrnuje veškeré zásoby, což odpovídá standardnímu výpočtu. Dále připočítává krátkodobé pohledávky, nicméně nepočítá celkové pohledávky, ale pouze pohledávky z obchodních vztahů. Tento typ pohledávek je totiž jasně spojen s prodejem a je tak podán lepší obraz o provozní činnosti Společnosti. Posledním krokem je odečtení krátkodobých závazků, přičemž Společnost opět započítá pouze ty z obchodních vztahů. Motivací může být taktéž zaměření na provozní toky, jelikož tento typ závazků je spojen s každodenními provozními aktivitami Společnosti.

Pro výpočet jednotlivých položek dlouhodobého kapitálu je v tuto chvíli využito konečných stavů k 31. prosinci daných let, nicméně vhodnější alternativou je využití konečných stavů na konci každého kvartálu a jejich následné zprůměrování, aby byla do výsledku promítnuta i sezónnost. V Tabulce 10 jsou uvedeny jednotlivé složky pro výpočet a výsledné hodnoty dlouhodobého kapitálu. S výjimkou roku 2017 došlo v každém roce k růstu hodnoty dlouhodobého kapitálu ve srovnání s předcházejícím rokem. V počátečních letech sledovaného období je zvýšení výraznější, přičemž v roce 2014 vzrostl dlouhodobý kapitál o 43,1 % oproti roku 2013 a v roce 2015 o 29 % oproti roku 2014. Poté je v roce 2016 hodnota téměř stejná jako v roce 2015 (růst jen o 0,09 %). Následuje pokles v roce 2017 o 17,04 %. Následně však hodnota dlouhodobého kapitálu vykazuje trvalý, i když pomalejší růst, který v průměru činí 3,74 % ročně.

Tabulka 10 Výpočet dlouhodobého kapitálu (v mil. Kč)

Rok	DHM	Zásoby	Pohledávky z obch. vztahů	Krátkodobé závazky z obch. vztahů	Dlouhodobý kapitál
2013	415,9	232,5	290,2	412,9	525,8
2014	569,7	262,8	280,6	360,6	752,5
2015	744,6	268,7	304,8	347,1	971,0
2016	749,1	284,4	299,8	361,5	971,8
2017	670,1	291,1	250,5	405,5	806,2
2018	648,2	270,3	283,7	387,1	815,1
2019	683,8	294,7	218,0	379,1	817,4
2020	627,3	278,4	293,7	347,5	851,9
2021	641,8	369,4	302,4	420,5	893,1
2022	685,1	493,3	387,3	645,5	920,3
2023	749,9	530,3	407,9	685,1	1 002,9

(zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv Společnosti)

Po vypočítání jednotlivých složek nutných ke konečnému výpočtu, je vypočítána rentabilita investovaného kapitálu (ROCE). Zjednodušeně řečeno, pro výpočet rentability investovaného kapitálu je vydělen zisk před zdaněním vypočtenou hodnotou investovaného kapitálu za dané období a výsledek je vynásobený 100, aby byl vyjádřen v procentech (Maverick, 2024). Výpočet je tedy proveden pomocí Vzorce 12, který je upraven na způsob výpočtu Společnosti.

Z hodnot uvedených v Tabulce 11 vyplývá, že stejně jako neměl EBIT jednoznačný trend, také vývoj ROCE není jednoznačný. Vybráno je opět období 2013 až 2023, a to kvůli časovému rozložení jednotlivých projektů. Od roku 2013 do roku 2015 ROCE prudce kleslo na méně než polovinu. V dalších dvou letech ROCE rostlo, stejně jako samotný EBIT. Nejnižší hodnotu ROCE dosáhla Společnost v roce 2021, konkrétně pouze 26,86 %. Ve výroční zprávě Společnosti je komentováno, že i samotné snížení výsledku hospodaření

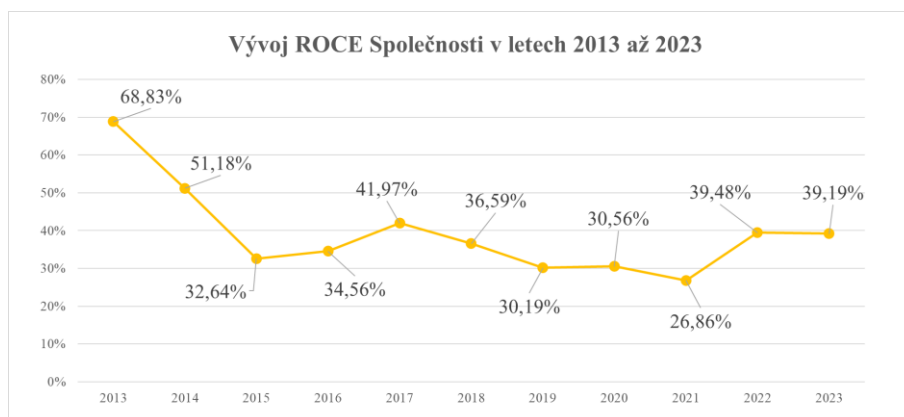
souvisí s narušením dodavatelsko-odběratelských řetězců v souvislosti s válečným konfliktem na Ukrajině. Za roky 2022 a 2023 se ROCE drží okolo 39 %.

Tabulka 11 Výpočet ROCE Společnosti

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE
2013	361,9	525,8	68,83%
2014	385,1	752,5	51,18%
2015	316,9	971,0	32,64%
2016	335,9	971,8	34,56%
2017	338,3	806,2	41,97%
2018	298,2	815,1	36,59%
2019	246,8	817,4	30,19%
2020	260,3	851,9	30,56%
2021	239,9	893,1	26,86%
2022	363,4	920,3	39,48%
2023	393,1	1 002,9	39,19%

(zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv Společnosti)

Graf 4 zobrazuje vývoj změn ROCE za období 2013 až 2023. Mezi lety 2013 až 2015 nastává pokles, jelikož jak v roce 2014, tak v roce 2015 vzrostl dlouhodobý kapitál o více než 200 mil. Kč, navíc v roce 2015 klesl EBIT o 68 mil. Kč. Další výraznější změna (nárůst ROCE o 7,40 %) nastala v roce 2017, ve kterém se snížila hodnota dlouhodobého kapitálu o 165 mil. Kč, tudíž je EBIT dělen menším číslem a je dosaženo vyššího výsledku ROCE i přes malou změnu EBITu. Nejvyšší pozitivní změna ovšem nastala v roce 2022, kdy se ROCE zvýšilo meziročně o 12,63 %. V tomto případě nastalo sice také zvýšení dlouhodobého kapitálu, ale pouze o 41 mil. Kč, nicméně za výraznou změnou stojí zvýšení EBITu o 123 mil. Kč.



Graf 4 Vývoj ROCE Společnosti v letech 2013 až 2023

(zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv Společnosti)

7.2 Výpočet EVA Společnosti v letech 2013 až 2023

V přechozí části kapitoly je využíván tradiční přístup k hodnocení finanční výkonnosti Společnosti – výpočet rentability investovaného kapitálu. V této části je naopak využit modernější přístup, který již vychází z hodnotového řízení společností. Zásadní otázka tedy je, zda Společnost tvoří v jednotlivých letech hodnotu či hodnotu ničí. Z moderních měřítek hodnocení finanční výkonnosti podniku na základě tvorby hodnoty je vybrána metoda ekonomické přidané hodnoty, která je považována za základní moderní měřítko, které je světu známo už od roku 1993 díky konzultantské firmě Stern Steward & Co.

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je použit Vzorec 15 přizpůsobený vstupním údajům, které byly využity pro výpočet ROCE dané Společnosti a tím byla zajištěna provázanost s výpočtem ROCE.

7.2.1 Výpočet čistého operativního zisku po zdanění (NOPAT)

Pro výpočet bude využito Vzorce 15, ve kterém je od EBITu odečtena daň. Stejně jako tomu bylo v případě výpočtu EBITu v Tabulce 9, zůstává zde i stejná růstová tendence a poklesy v jednotlivých letech, jelikož od každého EBITu je pouze odečtena 19% korporátní sazba daně, která byla platná pro roky 2013 až 2023. Od roku 2024 je sazba zvýšena na 21 %, nicméně to už není do výpočtů promítnuto, jelikož rok 2024 není brán v úvahu kvůli nekompletnosti dat (Zákon č. 586/1992 Sb.).

Tabulka 12 Výpočet NOPAT Společnosti v letech 2013 až 2023 (v mil. Kč)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT (v mil. Kč)	361,9	385,1	316,9	335,9	338,3	298,2	246,8	260,3	239,9	363,4	393,1
Daň 19 %	68,8	73,2	60,2	63,8	64,3	56,7	46,9	49,5	45,6	69,0	74,7
NOPAT (v mil. Kč)	293,2	311,9	256,7	272,1	274,0	241,6	199,9	210,8	194,3	294,3	318,4

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

7.2.2 Výpočet kapitálových nákladů

Pro zajištění shodného výpočtu s tradičním rentabilním ukazatelem, za investovaný kapitál je používán již vypočítaný dlouhodobý kapitál, který se skládá z DHM, zásob, pohledávek z obchodních vztahů a krátkodobých závazků z obchodních vztahů. Oproti standardnímu výpočtu není započítáván krátkodobý finanční majetek a ostatní pohledávky a závazky mimo ty z obchodních vztahů. Důvodem je přizpůsobení se výpočtu, který používá sama Společnost v rámci výpočtu ROCE. Výpočet investovaného kapitálu byl prezentován v Tabulce 10 a do Tabulky 13 je převzat.

Dalším prvkem potřebným pro výpočet kapitálových nákladů je stanovení nákladů na kapitál. Za náklady na kapitál jsou považovány vážené průměrné náklady na kapitál, jejichž jednotlivé složky je možno vypočítat několika způsoby prezentovanými v Kapitole 2.2.1. Jak již bylo zmíněno, Společnost si WACC sama nepočítá a používá centrálně zadaných 10 % od mateřské společnosti. Do výpočtu kapitálových nákladů je tedy v rámci diplomové práce tato výše převzata a jednotlivé složky WACC nejsou počítány.

Tabulka 13 Výpočet kapitálových nákladů Společnosti v letech 2013 až 2023

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Investovaný kapitál (v mil. Kč)	525,8	752,5	971,0	971,8	806,2	815,1	817,4	851,9	893,1	920,3	1002,9
WACC (v %)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Kapitálové náklady (v mil. Kč)	52,6	75,2	97,1	97,2	80,6	81,5	81,7	85,2	89,3	92,0	100,3

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

7.2.3 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

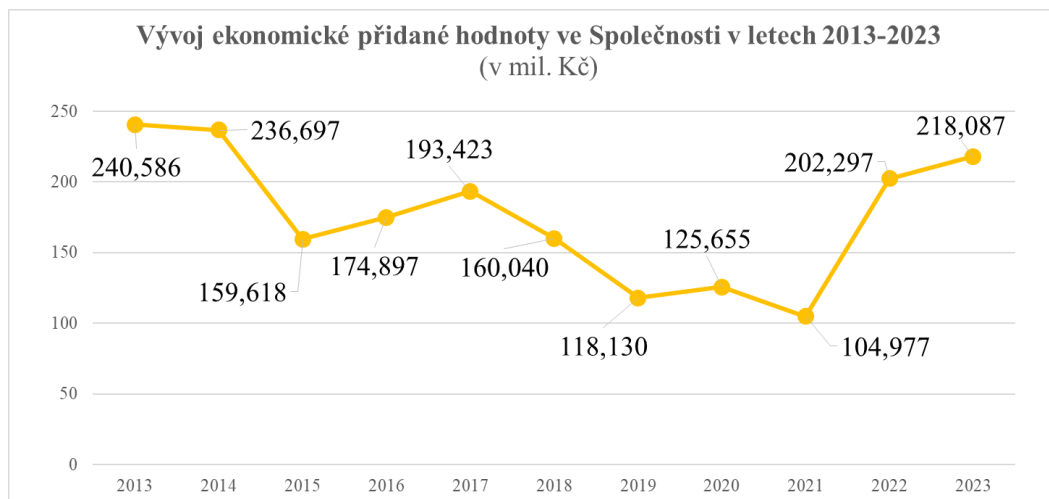
Po vypočítání hodnot NOPAT ve zjednodušené formě $EBIT \cdot (1 - \text{daň})$ a hodnot kapitálových nákladů je vypočítána ekonomická přidaná hodnota Společnosti v letech 2013 až 2023 pomocí Vzorce 15 – od NOPAT jsou odečteny kapitálové náklady. Výsledky jsou uvedeny v Tablce 14. Ve všech sledovaných letech je EVA kladná, což znamená, že Společnost tvoří hodnotu pro své vlastníky. Je tedy splněn základní cíl podnikání, kterým je tvorba hodnoty. Od ekonomického zisku jsou odečteny náklady na kapitál a zbytek tvoří tzv. „reziduální“ zisk. Podle výsledků lze konstatovat, že Společnost v každém roce vytvořila dostatečně vysoký NOPAT na pokrytí kapitálových nákladů.

Tabulka 14 Výpočet EVA Společnosti v letech 2013 až 2023

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT (v mil. Kč)	293,2	311,9	256,7	272,1	274,0	241,6	199,9	210,8	194,3	294,3	318,4
Kapitálové náklady (v mil. Kč)	52,6	75,2	97,1	97,2	80,6	81,5	81,7	85,2	89,3	92,0	100,3
EVA (v mil. Kč)	240,6	236,7	159,6	174,9	193,4	160,0	118,1	125,7	105,0	202,3	218,1

(zdroj: vlastní podle zadaných dat Společností)

Vypočítané hodnoty jsou následně zobrazeny v Grafu 5, ve kterém je zachycen vývoj hodnot EVA v jednotlivých letech 2013 až 2023. Nejvyšší reziduální zisk Společnost vytvořila v roce 2013 (240,59 mil. Kč). V dalších letech hodnoty postupně klesaly až se dostaly ke svému minimu v roce 2021 (104,98 mil. Kč). Rok 2021 byl zlomovým okamžikem pro spoustu firem, jelikož byly narušeny dodavatelsko-odběratelské řetězce kvůli pandemii onemocnění Covid-19, sama Společnost hovoří o nárůstu cen energií a materiálu. V roce 2022 a 2023 se ekonomická přidaná hodnota zvýšila nad hodnotu 200 mil. Kč.



Graf 5 Vývoj EVA ve Společnosti v letech 2013-2023 (v mil. Kč)

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

Dalším způsobem, jak vypočítat ekonomickou přidanou hodnotu, je využití tzv. „spreadu“, který využívá návratnost čistých aktiv (RONA) a náklady na kapitál (WACC) podle Vzorce 17. Tento spread ($\text{RONA} - \text{WACC}$) je nejčastěji využíván pro mezipodnikové srovnání a také pro identifikaci faktorů, které růst/snížení EVA ovlivňují. V Tabulce 15 jsou uvedeny jednotlivé položky nutné k výpočtu spreadu. Nejdříve je vypočítána rentabilita čistých operativních aktiv podle Vzorce 16. Od RONA jsou odečteny náklady na kapitál. Výsledné spready za jednotlivé roky jsou všechny kladné, což je základní předpoklad pro tvorbu hodnoty. Pokud je rozdíl záporný, není možné vytvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu.

Tabulka 15 Výpočet „spreadu“ mezi RONA a WACC v letech 2013 až 2023

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT (v mil. Kč)	293,2	311,9	256,7	272,1	274,0	241,6	199,9	210,8	194,3	294,3	318,4
C (v mil. Kč)	525,8	752,5	971,0	971,8	806,2	815,1	817,4	851,9	893,1	920,3	1002,9
RONA (v %)	55,76%	41,46%	26,44%	28,00%	33,99%	29,63%	24,45%	24,75%	21,75%	31,98%	31,74%
WACC (v %)	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
RONA-WACC (v %)	45,76%	31,46%	16,44%	18,00%	23,99%	19,63%	14,45%	14,75%	11,75%	21,98%	21,74%
EVA (v mil. Kč)	240,6	236,7	159,6	174,9	193,4	160,0	118,1	125,7	105,0	202,3	218,1

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

7.2.4 Identifikace faktorů ovlivňujících hodnotu EVA

Pro identifikaci faktorů, které ovlivňují výslednou hodnotu EVA je využíván pyramidový rozklad EVA, který využívá spread ve formě ($\text{RONA} - \text{WACC}$). Nejvyšší rozdíl mezi hodnotami EVA je mezi roky 2021 a 2022, proto budou prezentovány v pyramidovém rozkladu právě tyto dva roky.

Pyramidový rozklad, zobrazený na Obrázku 2, začíná vrcholových rozkladem ekonomické přidané hodnoty. Znaménka na Obrázku 2 znamenají vliv na ekonomickou přidanou hodnotu, nikoliv kladný/záporný rozdíl mezi hodnotami. V obou letech 2021 a 2022 je EVA kladná, tudíž Společnost tvoří hodnotu pro vlastníky, přičemž v roce 2022 se ukazatel zvýšil o **97,32 mil. Kč**. Tento růst zapříčinilo zvýšení spreadu mezi RONA a WACC mezi lety, které se zvýšilo o **10,23 %**. Toto kladné zvýšení má pozitivní efekt na tvorbu hodnoty. Další pozitivní efekt má zvýšení hodnoty investovaného kapitálu o **27,17 mil. Kč** mezi lety 2021 a 2022. Výši investovaného kapitálu a jeho efekt je třeba hodnotit hlavně z pohledu, zda je spread kladný či záporný. Pokud je kladný, poté má zvýšení investovaného kapitálu pozitivní vliv. Pokud je ovšem spread záporný, zvýšení investovaného kapitálu má vliv negativní.

EVA		=	EVA	
104,977	202,297		rok 2021	rok 2022
97,320			přírůstek	
spread (RONA - WACC)		*	Investovaný kapitál (C)	
11,75%	21,98%		893,106	920,279
+			+	

Obrázek 2 Pyramidový rozklad ukazatele EVA (2021-2022)

(zdroj: vlastní zpracování zadaných dat Společnosti)

Při dalším rozkladu je možné konstatovat, že za zvýšení spreadu stojí jednoznačně zvýšení rentability čistých operativních aktiv, která se zvýšila o zmíněných 10,23 %, jelikož WACC zůstává po celou dobu konstantních 10 %. Za zvýšením RONA stojí zvýšení EBIT po zdanění o 100,04 mil. Kč i přes zvýšení investovaného kapitálu o 27,17 mil. Kč. Toto zvýšení investovaného kapitálu se tedy ukázalo jako dostatečně produktivní.

8 VÝSLEDKY SPOLEČNOSTI BEZ REALIZACE INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ

V předchozí Kapitole 7 jsou vypočítány a zhodnoceny výsledky Společnosti, kterých reálně dosáhla za sledované období 2013 až 2023. K hodnocení je využita jak tradiční metoda (ROCE), tak moderní metoda založená na hodnotovém řízení (EVA). Aby mohl být vyčíslen dopad jednotlivých investičních projektů, je v této kapitole namodelována situace, že daná investice neproběhla, a budou opět spočítány obě metody hodnocení výkonnosti.

Toto přepočítání je pro Společnost přínosné z několika důvodů. Poskytuje jasný obraz o efektivitě jednotlivých provedených investičních rozhodnutí a reflektuje, zda byla investice výhodná. Díky přepočtu může Společnost porovnat skutečně dosažené výsledky hospodaření s hypotetickými scénáři bez těchto investic a může zhodnotit, které investice měly největší dopad do výkonnosti Společnosti. Namodelování scénáře bez investic zároveň zvyšuje transparentnost, jelikož jsou vyčísleny dopady investičních rozhodnutí na celkový výkon.

Pro výpočet ROCE a EVA bez konkrétního projektu jsou opět využita zadaná data od Společnosti. Prvním krokem je úprava EBITu, která zohledňuje dosažený výsledek hospodaření před zdaněním. Pokud v daném roce projekt vygeneroval zisk, tato částka je odečtena; naopak v případě ztráty je přičtena k zisku před zdaněním. Vzhledem k faktu, že Společnost při financování využívá cashpoolingu, nákladové úroky nejsou nijak upraveny, jelikož originální data Společnosti neobsahovaly informace o nákladových úrocích na jednotlivé projekty.

Druhým krokem je úprava dlouhodobého kapitálu. Zde jsou použity reálné konečné stavy za dané roky, které jsou přizpůsobeny tak, jako by daný projekt neproběhl. Od dlouhodobého majetku je odečtena hodnota kapitálových výdajů, která představuje hodnotu majetku. Jelikož jsou kapitálové výdaje vynakládány postupně, jsou i postupně přičítány zpět, aby byl výpočet pro jednotlivé roky co nejpřesnější. Dále je od hodnot zásob, pohledávek z obchodních vztahů a krátkodobých závazků odečtena či přičtena hodnota změn v jednotlivých letech.

Tyto upravené hodnoty EBITu a dlouhodobého kapitálu za jednotlivé roky projektů jsou poté použity pro výpočet hypotetického ukazatele ROCE a EVA. Pro srovnání s reálně dosaženými výsledky jsou vždy vytvořeny grafy, který znázorňují průběh ukazatelů v daných letech. V grafech jsou vyobrazeny obě metody současně a pro lepší orientaci jsou

barevně odlišeny. K vedlejší svislé ose vlevo se vždy vážou vývojové řady ROCE (v %) a k vedlejší svislé ose vpravo patří vývojové řady zobrazující hodnotu EVA (v mil. Kč).

Podrobnější ukázka výpočtu jak EBITu, tak dlouhodobého kapitálu je znázorněna vždy pouze na jednom příkladu od každého typu projektu (expanzní/racionalizační). U zbytku projektů se proces přepočtu pouze opakuje a není tedy třeba prezentovat výpočty u každého projektu zvlášť. U těchto projektů jsou prezentovány pouze výsledky.

8.1 Změna ROCE a EVA bez projektu P1

Projekt s označením P1 je projektem expanzním, což představuje kategorii projektů, jejichž cílem je rozšíření výroby, v rámci P1 bylo investováno do nových budov a strojních zařízení. Jak je již popsáno v Kapitole 6, projekt P1 je oproti ostatním specifický – je kapitálově nejvýznamnější (327,64 mil. Kč) a v rámci následného ekonomického auditu je počítán desetiletým modelem místo modelu pětiletého.

V prvním kroku je přepočítán EBIT. V Tabulce 16 je názorně zobrazen postup úpravy EBITu. V letech 2013 až 2015 je změna výsledku hospodaření přičtena, jelikož v těchto letech přinesl projekt Společnosti ztrátu. Od roku 2016 se projekt stal ziskovým, a proto jsou změny od EBITu odečteny. Ve sloupci EBIT lze pozorovat, že jeho vývoj nevykazuje jednoznačný trend. Ten odpovídá reálnému trendu zisku před zdaněním i s daným projektem, který mezi lety 2014-2015 prudce klesl. Od roku 2022 zisk před zdaněním i EBIT roste, avšak budoucí vývoj bude záviset na výsledcích následujících let.

Tabulka 16 Přepočet EBITu bez projektu P1

Rok	VH před zdaněním	Změna VH	Nákladové úroky	EBIT
2013	355,3	0,0	6,7	362,0
2014	379,0	7,6	6,2	392,7
2015	312,0	15,7	5,0	332,6
2016	332,2	-4,7	3,7	331,2
2017	334,3	-0,2	4,0	338,1
2018	291,8	-33,3	6,4	264,9
2019	236,0	-42,1	10,7	204,7
2020	254,0	-43,2	6,3	217,1
2021	235,2	-44,1	4,7	195,8
2022	347,8	-43,1	15,6	320,3
2023	382,4	-42,0	10,6	351,1

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společnosti)

Druhým krokem nezbytným pro výpočet přepočtených ukazatelů ROCE a EVA je stanovení dlouhodobého kapitálu. Veškeré změny v dlouhodobém hmotném majetku jsou odečteny, jelikož představují vynaložené kapitálové výdaje. U změn pracovního kapitálu se pak přičítá úbytek nebo odečítá přírůstek v jednotlivých letech.

Tabulka 17 Přepočet dlouhodobého kapitálu bez projektu P1

Rok	DHM	Změna DHM	Zásoby	Změna zásob	Pohledávky z obch. vztahů	Změna pohledávek	Kr. závazky z obch. vztahů	Změna závazků	Dlouhodobý kapitál
2013	415,9	38,4	232,5		290,2		412,9		487,4
2014	569,7	173,4	262,8		280,6		360,6		579,1
2015	744,6	55,7	268,7	3,3	304,8	7,0	347,1	3,6	901,3
2016	749,1	18,6	284,4	9,3	299,8	19,9	361,5	10,2	913,8
2017	670,1	27,9	291,1	3,6	250,5	7,7	405,5	4,0	763,0
2018	648,2	4,4	270,3	10,2	283,7	21,9	387,1	11,2	767,4
2019	683,8	9,3	294,7	3,1	218,0	6,6	379,1	3,4	795,2
2020	627,3		278,4	0,9	293,7	1,8	347,5	0,9	848,3
2021	641,8		369,4	-0,5	302,4	-1,0	420,5	-0,5	894,1
2022	685,1		493,3	-1,2	387,3	-2,6	645,5	-1,3	922,8
2023	749,9		530,3	-0,6	407,9	-1,3	685,1	-0,7	1004,2

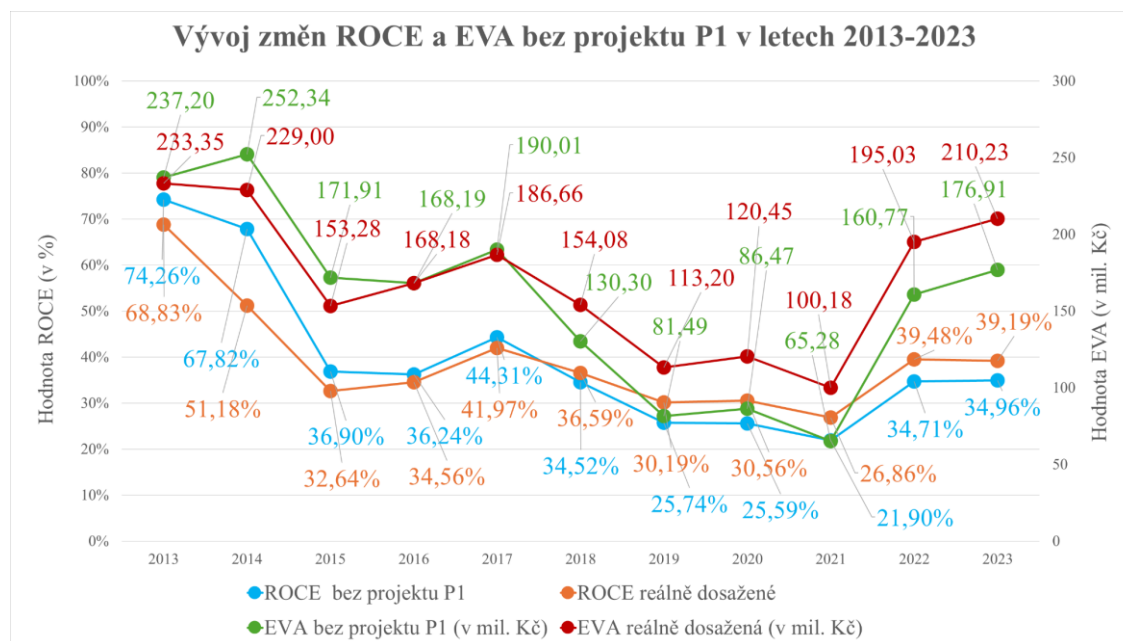
(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

Po stanovení obou potřebných hodnot je vypočítána nová hodnota ukazatele rentability investovaného kapitálu, která představuje hypotetický výsledek ROCE, pokud by byl daný projekt během investičního rozhodování zamítnut. Pro ilustraci změn je do Tabulky 18 přidán sloupec s reálně dosaženým ukazatelem ROCE v daných letech. Zároveň je prezentována i přepočtená výše ekonomické přidané hodnoty, které by Společnost dosáhla, pokud by do projektu P1 neinvestovala. Pro porovnání je taktéž přidán sloupec s původní hodnotou.

Tabulka 18 Změna ROCE a EVA bez projektu P1

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P1	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P1 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2013	362,0	487,4	74,26%	68,83%	237,2	233,3
2014	392,7	579,1	67,82%	51,18%	252,3	229,0
2015	332,6	901,3	36,90%	32,64%	171,9	153,3
2016	331,2	913,8	36,24%	34,56%	168,2	168,2
2017	338,1	763,0	44,31%	41,97%	190,0	186,7
2018	264,9	767,4	34,52%	36,59%	130,3	154,1
2019	204,7	795,2	25,74%	30,19%	81,5	113,2
2020	217,1	848,3	25,59%	30,56%	86,5	120,4
2021	195,8	894,1	21,90%	26,86%	65,3	100,2
2022	320,3	922,8	34,71%	39,48%	160,8	195,0
2023	351,1	1004,2	34,96%	39,19%	176,9	210,2

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)



Graf 6 Změny ROCE a EVA bez projektu P1

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

Změny v ROCE demonstruje Graf 6 s využitím levé vedlejší osy (modrá a oranžová vývojová řada). Z grafu je jasně patrné, že mezi lety 2017 a 2018 došlo k zásadnímu obratu, který značí okamžik, kdy investice začala pozitivně ovlivňovat rentabilitu investovaného kapitálu. Prvních pět let by Společnost dosáhla vyššího ROCE v průměru o 6,07 %, přičemž největší rozdíl se projevil za rok 2014 (16,64 %), jelikož v tomto roce byla vynaložena nejvyšší investice ve výši 173,38 mil. Kč. Od roku 2018 je reálně dosažené ROCE vyšší než hypotetické ROCE bez projektu P1. Tento rozdíl zůstává poměrně stabilní; během roku 2018 jsou hodnoty podobné (36,59 % a 34,52 %) a od roku 2019 je reálné ROCE díky projektu v průměru o **4,24 %** ročně vyšší.

Na Grafu 6 jsou prezentovány taktéž výsledky ukazatele EVA, kterého Společnost reálně dosáhla (červená vývojová řada) a dále hypotetické výsledky EVA, pokud by Společnost projekt P1 nerealizovala (zelená vývojová řada). Mezi lety 2017 a 2018 dochází taktéž stejně jako u ROCE ke zlomovému okamžiku, kdy projekt P1 začal být pro Společnost přínosný z hlediska tvorby hodnoty. Zejména v letech 2014 a 2015 lze pozorovat, že Společnost by vytvořila vyšší hodnotu, pokud by projekt nerealizovala. Nicméně od roku 2018 projekt pozitivně přispívá k tvorbě hodnoty. Průměrně je EVA vyšší díky projektu ročně o **32 mil. Kč**.

Zajímavý je taktéž rozdíl mezi ROCE a EVA v prvních letech projektu, než nastal zlom. Zatímco u ROCE je rozdíl v reálném a hypotetickém ROCE výrazný i v letech 2013 (5,43 %), 2016 (1,68 %) a 2017 (2,34 %), u ukazatele EVA tomu tak není. Hodnoty reálné a hypotetické EVA jsou v těchto letech téměř totožné (2013 rozdíl 3,86 mil. Kč; 2016 0,01 mil Kč a 2017 3,5 mil. Kč).

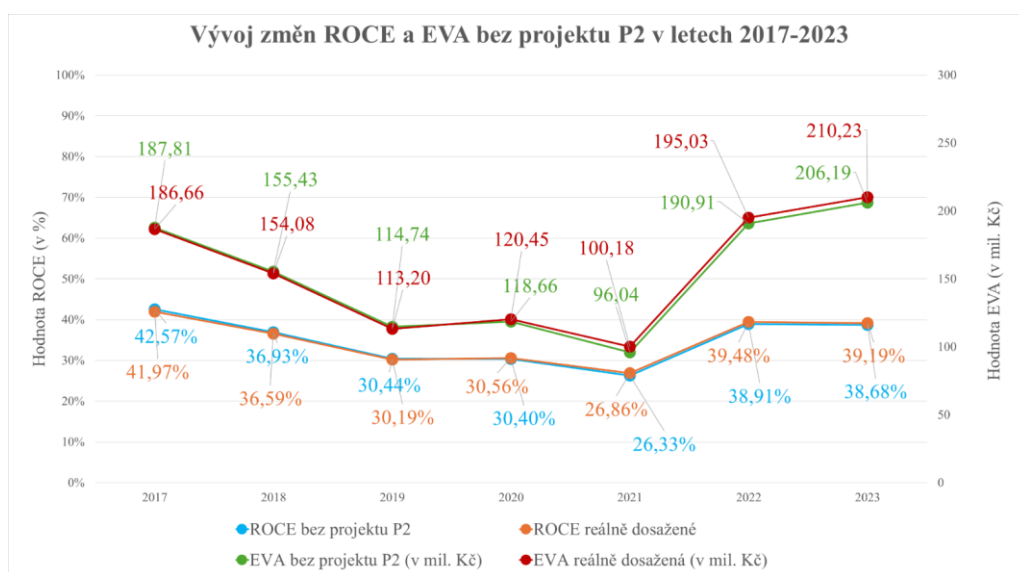
8.2 Změna ROCE a EVA bez projektu P2

Projekt P2 je taktéž expanzní, tudíž jde o investici na rozšíření výroby. Celková hodnota investice za jednotlivé roky činí 16,95 mil. Kč, takže projekt není až tak kapitálově významný oproti projektu P1. Už před samotnými výpočty hypotetických ukazatelů ROCE a EVA je zřejmé, že vliv projektu nebude na finanční výkonnost nijak zásadní, jelikož díky projektu se žádné položky nijak významně nezměnily. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tabulce 19.

Tabulka 19 Změna ROCE a EVA bez projektu P2

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P2	ROCE reálné dosažené	EVA bez projektu P2 (v mil. Kč)	EVA reálné dosažená (v mil. Kč)
2017	338,3	794,7	42,57%	41,97%	187,8	186,7
2018	299,3	810,5	36,93%	36,59%	155,4	154,1
2019	248,6	816,7	30,44%	30,19%	114,7	113,2
2020	257,8	848,0	30,40%	30,56%	118,7	120,4
2021	234,5	890,4	26,33%	26,86%	96,0	100,2
2022	358,2	920,4	38,91%	39,48%	190,9	195,0
2023	388,0	1003,0	38,68%	39,19%	206,2	210,2

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)



Graf 7 Změny ROCE a EVA bez projektu P2

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

Po výpočtu ROCE bez projektu P2 se potvrdil původní odhad, že tento konkrétní projekt nebude mít významný vliv na dosažené ROCE. Nicméně v Grafu 7 lze pozorovat, že se opakuje určitý trend jako u projektu P1: po prvních třech letech, konkrétně mezi lety 2019 a 2020 dochází ke zlomovému okamžiku, kdy projekt začne pozitivně ovlivňovat ROCE. Rok 2018 je totiž posledním obdobím, kdy jsou vynaloženy kapitálové výdaje, což tento zlom v ROCE ovlivňuje. I když je tato změna minimální, průměrně se ročně ROCE díky projektu zvyšuje o **0,44 %**.

Stejně jako tomu bylo u ukazatele ROCE, i u ukazatele EVA se potvrzuje, že změny nejsou zásadní, což je dáno nízkými kapitálovými výdaji a výsledky projektu P2. Zlomový okamžik nastává taktéž mezi lety 2019 a 2020, jelikož jde o první rok, kdy nejsou vynakládány KV. V roce 2020 dosáhla Společnost vyšší ekonomické přidané hodnoty o 1,79 mil. Kč. V dalších letech je poté rozdíl průměrně **4,1 mil. Kč**.

Z Grafu 7 lze ještě vyzdvihnout průběh obou vývojových řad vázaných k EVA, kdy mezi lety 2021 a 2022 dochází k významnému růstu ekonomické přidané hodnoty. Tento růst byl již komentován v Kapitole 7.2.4, kde bylo po pyramidovém rozkladu zjištěno, že faktorem růstu EVA je meziroční zvýšení EBITu o 100 mil. Kč, což zapříčinilo zvýšení spreadu (RONA-WACC) o 10,23 %.

8.3 Změna ROCE a EVA bez projektu P3

Dalším typem projektu je racionalizační projekt, jehož cílem je zefektivnit stávající výrobu místo jejího rozšíření. Projekt P3 je tedy prvním prezentovaným racionalizačním projektem, a proto je prezentován i postup přepočtu. U racionalizačních projektů jsou data specifická tím, že jsou zadány kladné variabilní náklady, kterými jsou ve výpočtu nahrazeny tržby, a následně je proveden standardní výpočet výsledku hospodaření před zdaněním. Projekt P3 je navíc ještě méně kapitálově náročný než například projekt P2 – celkové KV jsou pouze **0,774 mil. Kč**. Všechny roky i přesto vykázaly pozitivní změny ve VH, a proto jsou v Tabulce 20 odečteny:

Tabulka 20 Přepočet EBITu bez projektu P3

Rok	VH před zdaněním	Změna VH	Nákladové úroky	EBIT
2014	379,0		6,2	385,1
2015	312,0	-0,1	5,0	316,9
2016	332,2	-0,2	3,7	335,7
2017	334,3	-0,1	4,0	338,2
2018	291,8	-0,1	6,4	298,1
2019	236,0	-0,1	10,7	246,6
2020	254,0	-0,1	6,3	260,2

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

Následuje přepočet dlouhodobého kapitálu uvedený v Tabulce 21. U racionalizačních projektů Společnost nezaznamenává změny v pracovním kapitálu, takže jediná změna nastala v počátečním roce 2014, kdy došlo ke kapitálovému výdaji.

Tabulka 21 Přepočet dlouhodobého kapitálu bez projektu P3

Rok	DHM	Změna DHM	Zásoby	Změna zásob	Pohledávky z obch. vztahů	Změna pohledávek	Kr. závazky z obch. vztahů	Změna závazků	Dlouhodobý kapitál
2014	569,7	0,774	262,8		280,6		360,6		751,7
2015	744,6		268,7		304,8		347,1		971,0
2016	749,1		284,4		299,8		361,5		971,8
2017	670,1		291,1		250,5		405,5		806,2
2018	648,2		270,3		283,7		387,1		815,1
2019	683,8		294,7		218,0		379,1		817,4
2020	627,3		278,4		293,7		347,5		851,9

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

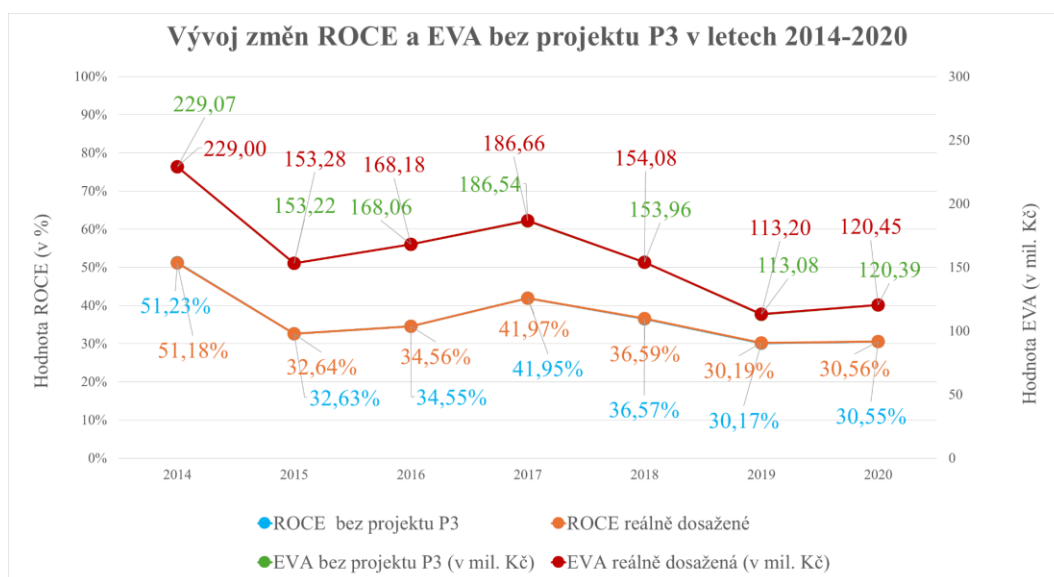
Jednotlivé změny v EBITu a dlouhodobém kapitálu jsou minimální, což vede i k nevýznamným změnám ukazatelů ROCE a EVA, které jsou vyčísleny v Tabulce 22. Největší rozdíl v rentabilitě, a to konkrétně dosažení nižší hodnoty ROCE o 0,05 % díky projektu P3, se objevuje v roce 2014, což je rok s kapitálovým výdajem. Opět se potvrzuje, že od roku, kdy nejsou kapitálové výdaje, je reálně dosažené ROCE vyšší než hypotetické ROCE bez projektu, a to konkrétně v rozmezí **0,01-0,02 %**. Stejného výsledku je dosaženo i v případě EVA, kdy v prvním roce (2014) Společnost vytvořila nižší hodnotu, než mohla o 77 tis. Kč. V dalších letech díky projektu P3 vytvořila hodnotu vyšší, průměrně o **98 tis. Kč**.

Tabulka 22 Změna ROCE a EVA bez projektu P3

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P3	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P3 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2014	385,1	751,7	51,23%	51,18%	229,1	229,0
2015	316,9	971,0	32,63%	32,64%	153,2	153,3
2016	335,7	971,8	34,55%	34,56%	168,1	168,2
2017	338,2	806,2	41,95%	41,97%	186,5	186,7
2018	298,1	815,1	36,57%	36,59%	154,0	154,1
2019	246,6	817,4	30,17%	30,19%	113,1	113,2
2020	260,2	851,9	30,55%	30,56%	120,4	120,4

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

Křivky u reálných a hypotetických hodnot ROCE a EVA jsou téměř totožné, i přesto je vytvořen Graf 8, jelikož hodnoty jsou barevně označeny a jde vidět, že pokud, by Společnost do projektu P3 neinvestovala, dosáhla by lepšího výsledku pouze v prvním roce s kapitálovým výdajem (2014), v ostatních letech projekt P3 přispěl pozitivním efektem k dosažené finanční výkonnosti. Zároveň je zde vidět významný pokles hodnot (reálných i hypotetických) ROCE a EVA mezi roky 2014 a 2015. Tento pokles je zapříčiněn meziročním snížením EBITu o 68 mil. Kč a zároveň zvýšením dlouhodobého kapitálu o 218 mil. Kč (z toho 173 mil. Kč investováno do P1). Tyto změny zasáhly jak do poklesu ROCE, tak do poklesu EVA.



Graf 8 Změny ROCE a EVA bez projektu P3

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

8.4 Změna ROCE a EVA bez projektu P4

Projekt P4 je expanzní projekt, který se řídí standardním postupem výpočtu, včetně zohlednění změn pracovního kapitálu. Celkové kapitálové výdaje na tento projekt činí 7,41 mil. Kč a jsou rozloženy mezi lety 2017 až 2019. Vzhledem k relativně nízké výši kapitálového výdaje je přepočet proveden standardně na pětileté období v rámci následného ekonomického auditu.

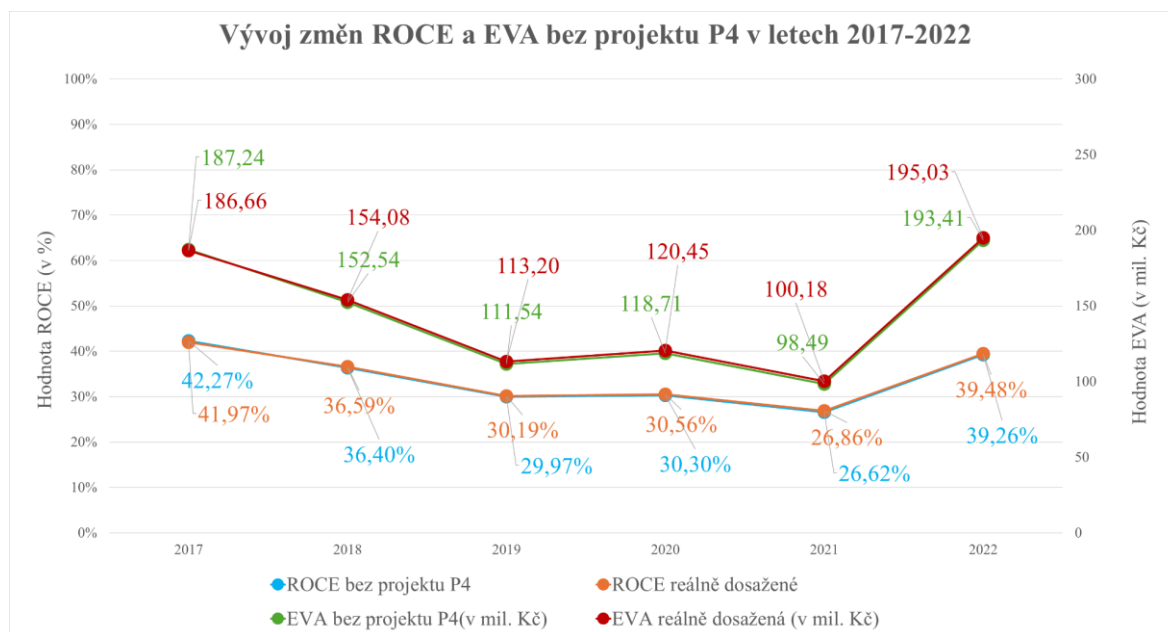
Tabulka 23 Změna ROCE a EVA bez projektu P4

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P4	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P4 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2017	338,3	800,3	42,27%	41,97%	187,2	186,7
2018	296,2	813,8	36,40%	36,59%	152,5	154,1
2019	244,5	815,9	29,97%	30,19%	111,5	113,2
2020	258,1	851,8	30,30%	30,56%	118,7	120,4
2021	237,7	893,1	26,62%	26,86%	98,5	100,2
2022	361,3	920,3	39,26%	39,48%	193,4	195,0

(zdroj: vlastní zpracování podle zadáných dat Společností)

Hypotetické ROCE bez projektu P4 je vyšší pouze v prvním roce 2017, což znamená, že zde neplatí zlom od roku, když již nejsou vynakládány kapitálové výdaje, jako tomu je v projektech P1, P2 a P3. Od roku 2018 dochází ke změnám ve všech sledovaných kategoriích (VH, DHM, pracovní kapitál). Pokud by se Společnost nerozhodla investovat do tohoto projektu, dosahovala by nižšího ROCE v rozmezí od 0,19 % do 0,26 %, průměrně **0,23 %** ročně. Zlom v pozitivním vlivu na ROCE už po prvním roce může být způsoben tím, že kapitálové výdaje v roce 2017 činí 5,89 mil. Kč; zatímco v dalších letech jsou pouze 0,07 mil. Kč a 1,46 mil. Kč. Vývoj je prezentován v Grafu 9, ačkoliv jsou vývojové křivky téměř totožné, jelikož projekt P4 nezpůsobil v ROCE výrazné rozdíly.

Podobného průběhu vývoje je dosaženo i při přepočtu ekonomické přidané hodnoty (viz Graf 9). V prvním roce 2017 je reálně dosažená EVA nižší, než by mohla být bez projektu P4 o 588 tis. Kč. Od roku 2018 se projekt P4 projevuje při výpočtu EVA pozitivně a přispívá k tvorbě hodnoty průměrně **1,65 mil. Kč** ročně.



Graf 9 Změny ROCE a EVA bez projektu P4

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

8.5 Změna ROCE a EVA bez projektu P5

Projekt P5 představuje další příklad racionalizačního typu projektů. Celkové kapitálové výdaje na tento projekt dosahují **1,11 mil. Kč** a jsou vynaloženy v letech 2014 a 2015. Společnost opět zaznamenává kladné variabilní náklady, avšak v prvním roce, od kterého je počítá (2015), vykázala díky projektu mírnou ztrátu (0,009 mil. Kč). V dlouhodobém kapitálu jsou změny pouze v položce dlouhodobého hmotného majetku.

Tabulka 24 zobrazuje rozdíly mezi reálnými hodnotami ukazatelů a hypoteticky dosaženými hodnotami bez projektu P5. Hypotetické ROCE ukazuje podobný trend jako předchozí projekty: v letech, kdy jsou kapitálové výdaje vynakládány, má Společnost nižší ROCE, než kdyby projekt nerealizovala. Naopak od roku 2016 do roku 2020 investice do projektu pozitivně ovlivňuje ROCE, avšak dopad zůstává téměř zanedbatelný – rozdíl dosahuje výše **0,02 %** v každém roce.

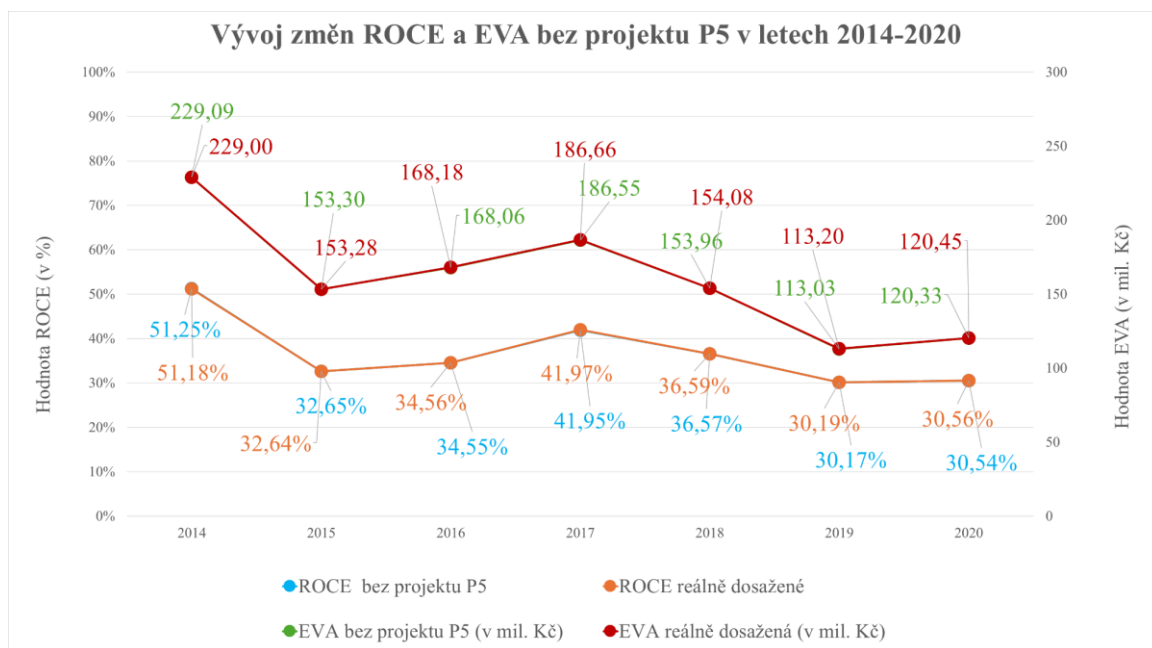
Taktéž změny ekonomické přidané hodnoty jsou zaznamenány v Tabulce 24. EVA se chová podle stejného vzorce – v letech, kdy jsou vynakládány kapitálové výdaje (2014-2015), by Společnost vytvořila vyšší hodnotu, pokud by projekt P5 nerealizovala. Od roku 2016, kdy se díky projektu uspoří náklady (dosáhne se kladné změny VH), projekt P5 pozitivně ovlivňuje tvorbu hodnoty a Společnost díky projektu tvoří EVA průměrně o **126 tis. Kč** vyšší.

Tabulka 24 Změna ROCE a EVA bez projektu P5

Rok	EBIT	Dlouhodobý kapitál	ROCE bez projektu P5	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P5 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2014	385,1	751,5	51,25%	51,18%	229,1	229,0
2015	316,9	970,8	32,65%	32,64%	153,3	153,3
2016	335,7	971,8	34,55%	34,56%	168,1	168,2
2017	338,2	806,2	41,95%	41,97%	186,5	186,7
2018	298,1	815,1	36,57%	36,59%	154,0	154,1
2019	246,6	817,4	30,17%	30,19%	113,0	113,2
2020	260,2	851,9	30,54%	30,56%	120,3	120,4

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

Z důvodu velmi nízkého rozdílu mezi hodnotami ROCE a EVA se křivky vzájemně překrývají, nicméně je prezentován Graf 10. Zajímavým bodem tohoto grafu je pokles veškerých ukazatelů mezi lety 2014 a 2015, který byl již okomentován v Kapitole 8.3.



Graf 10 Změny ROCE a EVA bez projektu P5

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

8.6 Změna ROCE a EVA bez projektu P6

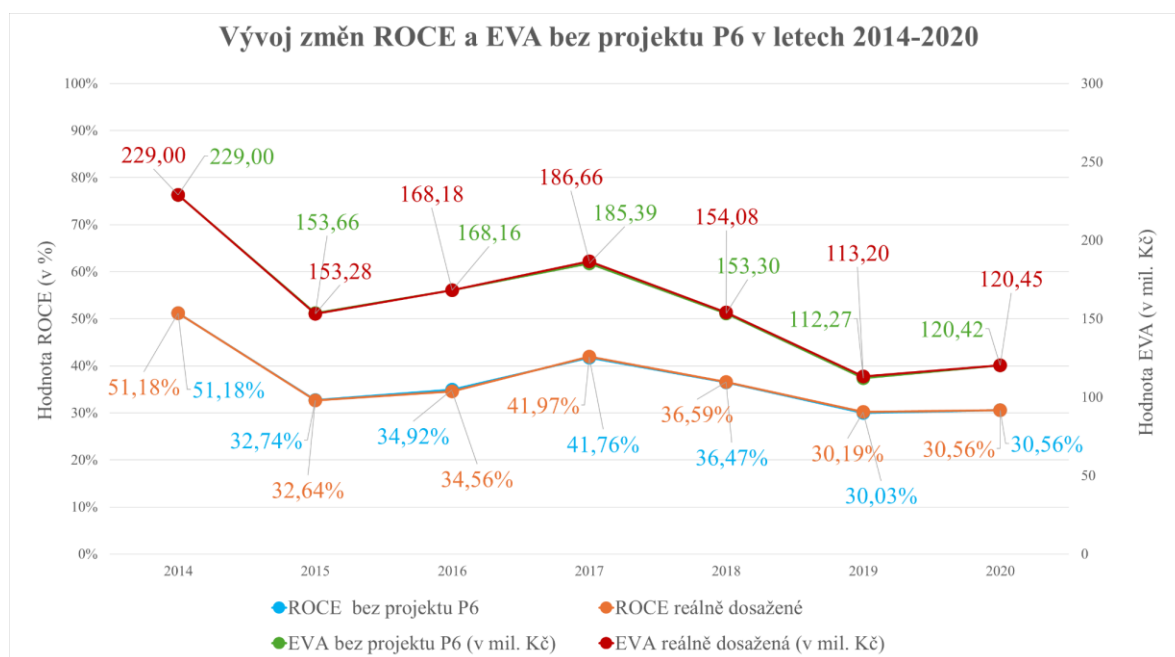
V Kapitole 6.6 bylo zmíněno, že vnitřní výnosové procento projektu P6 je ve výši 9,98 %. Nicméně výsledky hospodaření získané z projektu P6 nepokryjí v průběhu kapitálové výdaje ani potřebné navýšení pracovního kapitálu. Výsledek hospodaření je zvýšen pouze o 4,51 mil. Kč, zatímco kapitálové výdaje činí 2,89 mil. Kč a spolu s nutným navýšením pracovního

kapitálu o 5,5 mil. Kč převyšší dosažený VH. I přesto se během projektu objevují roky, kdy je dosažené ROCE a EVA díky projektu vyšší, jak je vypočítáno v Tabulce 25.

Tabulka 25 Změna ROCE a EVA bez projektu P6

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P6	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P6 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2014	385,1	752,4	51,18%	51,18%	229,0	229,0
2015	316,9	968,1	32,74%	32,64%	153,7	153,3
2016	335,2	959,7	34,92%	34,56%	168,2	168,2
2017	336,7	806,3	41,76%	41,97%	185,4	186,7
2018	297,2	815,0	36,47%	36,59%	153,3	154,1
2019	245,6	817,9	30,03%	30,19%	112,3	113,2
2020	260,2	851,6	30,56%	30,56%	120,4	120,4

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společnosti)



Graf 11 Změny ROCE a EVA bez projektu P6

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společnosti)

Časové řady zobrazující rozdíl v ROCE v Grafu 11 jsou téměř identické, avšak barevné znázornění ukazuje, že mezi roky 2017-2019 je reálně dosažené ROCE o průměrně **0,16 %** vyšší. V prvním a posledním sledovaném roce (2014 a 2020) jsou hodnoty reálného a hypotetického ROCE stejné (51,18 % a 30,56 %). V roce 2014 je totiž jedinou změněnou položkou hodnota DHM, ale změna nabývá pouze hodnoty 7 tis. Kč. V roce 2020 taktéž nenastala u hodnot ROCE změna, jelikož od VH je odečten zisk pouze v hodnotě 62 tis. Kč a od hodnoty dlouhodobého kapitálu je odečtena změna ČPK pouhých 242 tis. Kč. V letech

2015 a 2016 by Společnost dosáhla vyššího ROCE, pokud by projekt nerealizovala. Celkově tento vývoj ROCE nekopíruje opakující se vzorec u ostatních projektů – že ROCE bez projektu je vyšší pouze v letech, kdy jsou vynakládány kapitálové výdaje.

Vývoj reálně dosažené a hypoteticky dosažené ekonomické přidané hodnoty bez projektu P6 zobrazuje taktéž Graf 10. V prvním roce (2014) jsou hodnoty taktéž totožné (229 mil. Kč), jako tomu je u ROCE. V roce 2015 by Společnost vytvořila vyšší hodnotu, pokud by projekt P6 nerealizovala. Nicméně ve všech zbývajících letech se v rámci EVA ukazuje, že Společnost díky P6 vytvořila hodnotu vyšší průměrně o 0,6 mil. Kč. Nejvyšší rozdíl je v roce 2017 (o 1,27 mil. Kč), ve zbylých letech je nižší.

8.7 Změna ROCE a EVA bez projektu P7

Projekt P7 a jeho nestandardnost je zmíněna již v Kapitole 6.7. Kapitálově je po projektu P1 nejvýznamnější (91,54 mil. Kč). Nicméně Společnost zpětně vyhodnotila, že projekt P7 jí nepřinesl žádné pozitivní výsledky, tudíž eviduje pouze odpisy. Projekt P7 je zařazen do této diplomové práce, jelikož v rámci přepočtu ROCE a EVA je vyčíslen jeho dopad na finanční výkonnost Společnosti.

I zadaná data, zobrazená v Tabulce 26, jsou pro projekt P7 specifická, jelikož jsou zadána spíše do budoucnosti (do roku 2026). Nicméně v této práci je posledním zohledněným rokem rok 2023, a stejně tomu je i u tohoto projektu. Kapitálové výdaje budou v rámci přepočtu promítnuty všechny, a odpisy, které Společnost vyčíslila od roku 2022 do roku 2026, budou použity pro přepočet pouze za roky 2022 a 2023. Počítat i například s aktuálním rokem 2024 nedává smysl, jelikož ve chvíli zpracování diplomové práce nejsou dostupné údaje položek za celou Společnost.

Tabulka 26 Ukázka zadaných dat k projektu P7

P7	2013	...	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje			15 753	56 898	5 715	2 094	7 632	3 451			
Tržby											
Variabilní náklady											
Fixní náklady vč. odpisů							-7 141	-7 725	-8 068	-8 429	-8 425
Odpisy							-7 141	-7 725	-8 068	-8 429	-8 425
EBIT							-7 141	-7 725	-8 068	-8 429	-8 425
Inventories											
Accts. Receivables											
Accts. Payables											
Working capital											

(zdroj: zadaná data Společnosti)

Jak zobrazuje Tabulka 27, EBIT zůstává až do roku 2021 stejný, v letech 2022 a 2023 je EBIT navýšen o odpisy, jelikož ty snížily EBIT, a při vyčíslení dopadu musí být k výsledku hospodaření přičteny.

Tabulka 27 Přepočet EBITu bez projektu P7

Rok	VH před zdaněním	Změna VH	Nákladové úroky	EBIT
2018	291,8		6,4	298,2
2019	236,0		10,7	246,8
2020	254,0		6,3	260,3
2021	235,2		4,7	239,9
2022	347,8	7,1	15,6	370,5
2023	382,4	7,7	10,6	400,8

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

Při přepočtu dlouhodobého kapitálu jsou jedinou změnou vynaložené kapitálové výdaje, které se v jednotlivých letech 2018-2023 odečtou od hodnoty dlouhodobého hmotného majetku a vznikne nová hodnota dlouhodobého kapitálu.

V Tabulce 28 jsou zobrazeny výsledné přepočtené hodnoty ROCE a EVA, kterých by Společnost dosáhla, pokud by projekt P7 nerealizovala.

Tabulka 28 Změny ROCE a EVA bez projektu P7

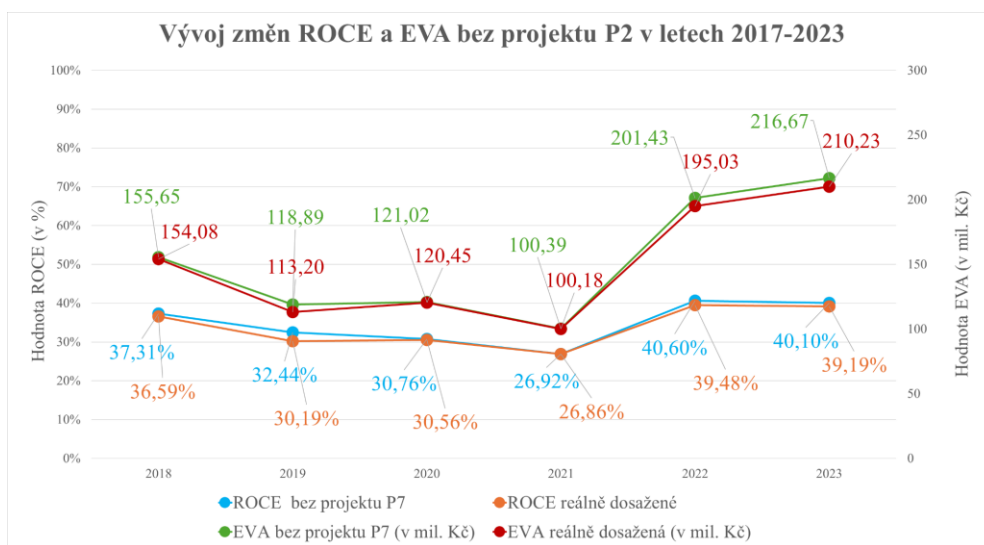
Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P7	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P7 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2018	298,211	799,358	37,31%	36,59%	155,7	154,1
2019	246,759	760,548	32,44%	30,19%	118,9	113,2
2020	260,301	846,172	30,76%	30,56%	121,0	120,4
2021	239,861	891,012	26,92%	26,86%	100,4	100,2
2022	370,505	912,647	40,60%	39,48%	201,4	195,0
2023	400,786	999,479	40,10%	39,19%	216,7	210,2

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

Pro zřetelnější zobrazení změn v rentabilitě investovaného kapitálu je prezentován Graf 12. I bez jakéhokoliv výpočtu lze předpokládat, že projekt P7 bude reálně dosažené hodnoty snižovat a Graf 12 toto tvrzení potvrzuje. Pokud by Společnost projekt P7 nerealizovala, dosáhla by průměrně o **0,88 %** vyššího ROCE ročně. Nejvyšší rozdíl je v roce 2019 (2,3 %), jelikož v tomto roce byly vynaloženy nejvyšší kapitálové výdaje (56,9 mil. Kč).

Stejná situace je i v případě přepočtu EVA bez projektu P7, zobrazeného na tomtéž Grafu 12. Ve všech sledovaných letech by Společnost vytvořila vyšší hodnotu EVA bez

projektu P7, než reálně vytvořila. Významný rozdíl je v roce 2019, stejně jako u ROCE z důvodu vynaložení KV ve výši 56,9 mil. Kč, kdy Společnost dosáhla nižší hodnoty o 5,69 mil. Kč. V letech 2020 a 2021 není tvorba hodnoty tak ovlivněna (EVA nižší o 572 tis. Kč a 209 tis. Kč). Nicméně od roku 2022 jsou započítávány odpisy, které hodnotu EVA snižují výrazně v obou letech o zhruba 6,4 mil. Kč. Pokud hodnoty zprůměrujeme, poté by Společnost bez projektu P7 dosáhla ročně o **3,48 mil. Kč** vyšší hodnotu EVA.



Graf 12 Změny ROCE a EVA bez projektu P7

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

8.8 Změna ROCE a EVA bez projektu P8

Projekt P8 se řadí mezi expanzní projekty a celkově si vyžádal kapitálové výdaje ve výši 11,66 mil. Kč. Kapitálové výdaje jsou vynakládány ve všech sledovaných letech (2018-2023), nicméně významnější jsou v letech 2018-2021 (3,77 mil. Kč; 4,03 mil. Kč; 2,47 mil. Kč a 1,19 mil. Kč). Projekt je počítán standardním pětiletým modelem následného ekonomického auditu od období zařazení do užívání (rok 2020). V současné době nicméně není možné vyčíslit změnu ROCE a EVA v roce 2024, jelikož chybí potřebné hodnoty za celou Společnost.

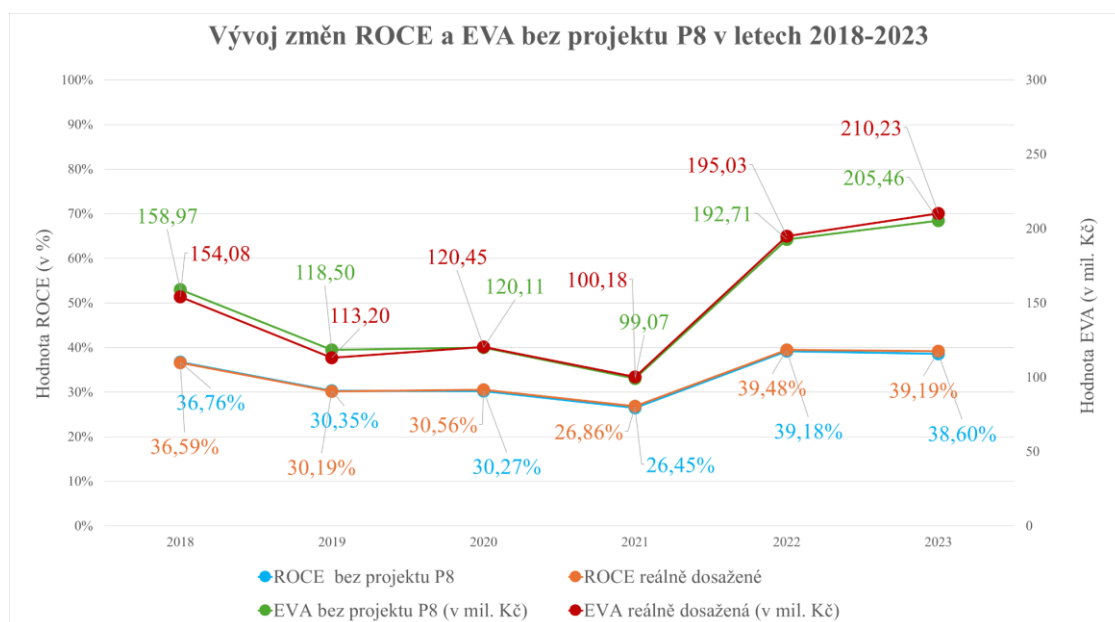
Tabulka 29 Změna ROCE a EVA bez projektu P8

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P8	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P8 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2018	298,2	811,3	36,76%	36,59%	159,0	154,1
2019	246,8	813,4	30,35%	30,19%	118,5	113,2
2020	255,4	843,9	30,27%	30,56%	120,1	120,4
2021	235,8	891,6	26,45%	26,86%	99,1	100,2
2022	360,0	918,7	39,18%	39,48%	192,7	195,0
2023	387,0	1002,8	38,60%	39,19%	205,5	210,2

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společnosti)

Z Grafu 13 je patrné, že projekt začal pozitivně ovlivňovat ROCE Společnosti až v roce 2020, což je rok, kdy Společnost eviduje kladný přírůstek VH o 4,9 mil. Kč. Rozdíly mezi reálným a hypotetickým ROCE nejsou nijak markantní, v průměru se ROCE díky projektu P8 zvyšuje od roku 2020 o **0,4 %**.

Vypočtené hodnoty EVA a jejich průběh je zobrazen také v Grafu 13. Stejně jako u ROCE se zde propisuje trend, že reálně dosažená EVA je vyšší v prvních dvou letech, kdy jsou vynakládány nejvyšší KV. Od roku 2020, kdy Společnost díky projektu dosahuje vyššího VH, je tvořena díky projektu P8 vyšší hodnota EVA, než kdyby do projektu nebylo neinvestováno. V letech 2018 a 2019 je dosaženo nižší hodnoty o zhruba 5 mil. Kč. V roce 2020 jsou hodnoty téměř totožné, rozdíl je pouhých 337 tis. Kč. Od roku 2021 se hodnoty EVA díky projektu postupně zvyšují průměrně o **2,73 mil. Kč ročně**.



Graf 13 Změny ROCE a EVA bez projektu P8

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společnosti)

8.9 Změna ROCE a EVA bez projektu P9

Expanzní projekt P9 je jedno z novějších investičních rozhodnutí – pětiletý PCA je počítán od roku 2019 do roku 2024. Změny ROCE a EVA jsou tedy v současnosti znázorněny pouze ve čtyřech letech s vynecháním roku 2024, pro který v tuto chvíli nejsou potřebné údaje. Kapitálové výdaje projektu P9 činí 6,24 mil. Kč a jsou vynakládány zejména v roce 2019 (5,62 mil. Kč).

Jak je znázorněno v Tabulce 30, v roce 2019 je hypotetické ROCE bez projektu P9 vyšší o 0,21 %, v roce 2020 je ROCE rozdílné pouze o jednu setinu procenta, jelikož je zde stále vyšší kapitálový výdaj (61 tis. Kč) než v následujících letech 2021 a 2022 (9 tis. Kč a 7 tis. Kč), od kterých je dosažené ROCE díky projektu průměrně o **0,2 %** vyšší.

Změny v ukazateli EVA jsou podobného průběhu, v roce 2019 by Společnost vytvořila vyšší hodnotu o 562 tis. Kč, pokud by projekt nerealizovala. Rok 2020 vykazuje rozdíl minimální, EVA je díky projektu P9 vyšší pouze o 109 tis. Kč. Od roku 2021 se začíná propisovat pozitivní vliv projektu na hodnotu ukazatele EVA. Průměrně je EVA zvyšována o **1,57 mil. Kč** ročně.

Tabulka 30 Změny ROCE a EVA bez projektu P9

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P9	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P9 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2019	246,8	811,8	30,40%	30,19%	113,8	113,2
2020	260,1	850,6	30,57%	30,56%	120,3	120,4
2021	238,3	892,2	26,71%	26,86%	99,0	100,2
2022	361,2	920,1	39,25%	39,48%	193,3	195,0
2023	390,9	1003,2	38,97%	39,19%	208,5	210,2

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

Jelikož jsou hodnoty reálně dosažené a hypotetické v obou ukazatelích ROCE i EVA téměř totožné a jedinou zajímavější změnou je nárůst hodnot mezi roky 2021 a není u projektu P9 prezentován graf změn. Nárůst hodnot je komentován v Kapitole 8.2.

8.10 Změna ROCE a EVA bez projektu P10

Projekt P10 představuje posledního zástupce racionalizačních investic, kde jsou kladné variabilní náklady považovány za tržby a pracovní kapitál zůstává konstantní, přičemž se mění pouze dlouhodobý hmotný majetek tím, že je očištěn o kapitálové výdaje. Celkové kapitálové výdaje činí 31,01 mil. Kč.

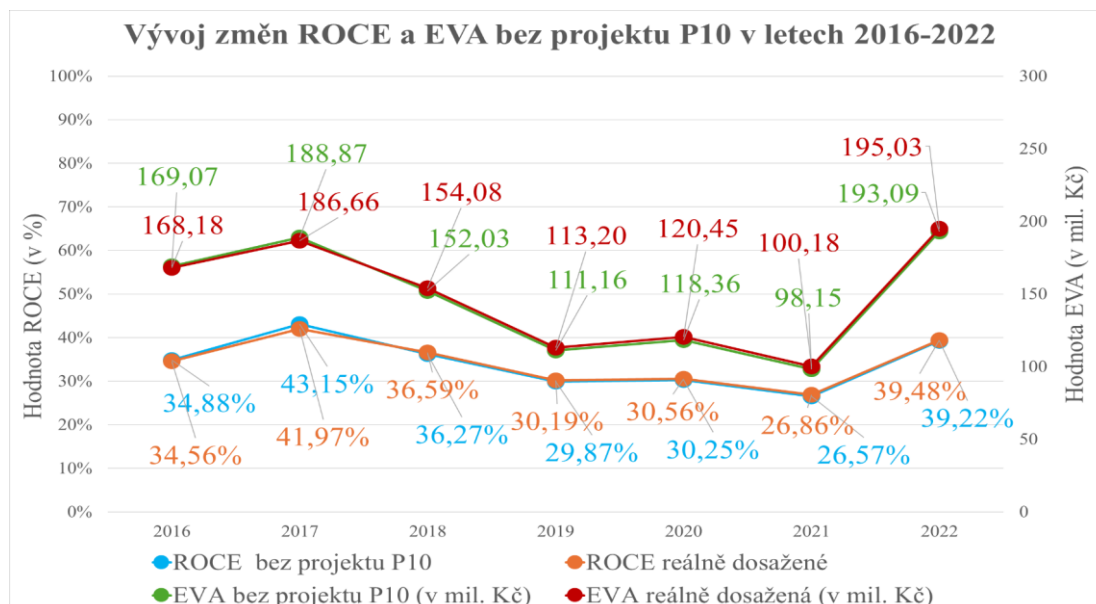
Tabulka 31 zobrazuje vypočítané hodnoty ROCE a EVA. Opakuje se trend, že během období výdajů (2016-2017) se ROCE pohybuje pod úrovní, které by Společnost dosahovala bez realizace projektu. Nejvýznamnější odchylka je v roce 2017 (1,18 %), jelikož zde byly vynaloženy kapitálové výdaje 22,1 mil. Kč. Od roku 2018 se projevuje pozitivní vliv na ROCE a průměrně je zvýšeno o **0,30 %** ročně. Taktéž u výpočtů EVA je pozorován stejný trend. Díky projektu P10 tvoří Společnost od roku 2018 vyšší hodnotu průměrně o **2,03 mil. Kč**.

Tabulka 31 Změny ROCE a EVA bez projektu P10

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P10	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P10 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2016	335,9	962,9	34,88%	34,56%	169,1	168,2
2017	338,3	784,1	43,15%	41,97%	188,9	186,7
2018	295,6	815,1	36,27%	36,59%	152,0	154,1
2019	244,2	817,4	29,87%	30,19%	111,2	113,2
2020	257,7	851,9	30,25%	30,56%	118,4	120,4
2021	237,3	893,1	26,57%	26,86%	98,2	100,2
2022	360,9	920,3	39,22%	39,48%	193,1	195,0

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

Průběh změn v hodnotách ROCE a EVA je znázorněn v Grafu 14:



Graf 14 Změny ROCE a EVA bez projektu P10

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

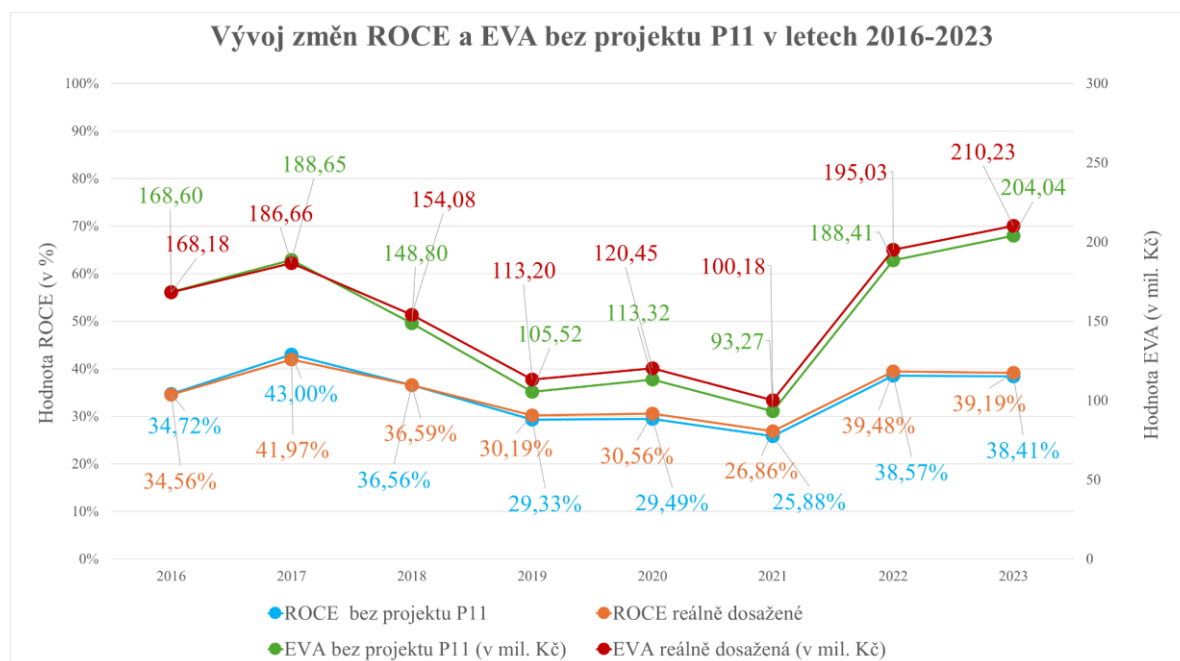
8.11 Změna ROCE a EVA bez projektu P11

Projekt P11 představuje expanzní projekt s kapitálovými výdaji ve výši 44,77 mil. Kč, jež jsou investovány mezi lety 2016 až 2018. PCA je počítán klasicky po dobu pěti let od uvedení investice do provozu, avšak v tomto případě je PCA rozšířen na šest let, od roku 2018 do roku 2023. Důvodem je, že ač už je v roce 2018 dosahováno tržeb, rok 2018 je zároveň rokem, kdy byl vynaložen nejvyšší KV (21,4 mil. Kč). Pětiletý model je tedy počítán až od roku 2019. Výsledné hodnoty znázorňuje Tabulka 32.

Tabulka 32 Změny ROCE a EVA bez projektu P11

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P11	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P11 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2016	335,9	967,6	34,72%	34,56%	168,6	168,2
2017	338,4	787,1	43,00%	41,97%	188,7	186,7
2018	288,7	789,8	36,56%	36,59%	148,8	154,1
2019	236,8	807,6	29,33%	30,19%	105,5	113,2
2020	251,3	852,0	29,49%	30,56%	113,3	120,4
2021	231,1	893,2	25,88%	26,86%	93,3	100,2
2022	355,0	920,4	38,57%	39,48%	188,4	195,0
2023	385,2	1003,0	38,41%	39,19%	204,0	210,2

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)



Graf 15 Změny ROCE a EVA bez projektu P11

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

V Grafu 15 je vyobrazen průběh ROCE. U projektu P11 se potvrzuje trend, že v letech, kdy Společnost vynakládá KV, je reálné ROCE nižší než hypotetické. Po ukončení kapitálových výdajů se však pozitivní vliv na ROCE začne projevovat. V roce 2016 jsou vynaloženy výdaje ve výši 4,24 mil. Kč, což vede k minimálnímu rozdílu v ROCE (0,15 %). V roce 2017, kdy KV vzrostly na 19,15 mil. Kč, došlo k rozdílu 1,03 %. Přestože kapitálové výdaje dosahují vrcholu v roce 2018 (21,4 mil. Kč), dosažené a hypotetické ROCE se téměř shodovaly, což lze přičíst tomu, že projekt začal generovat roční výsledek hospodaření přes 9 mil. Kč. Těchto výsledků hospodaření dosahovala Společnost i v dalších letech, což vedlo k průměrnému zvýšení ROCE o **0,77 %**, jelikož už zároveň nebyly vynakládány KV.

Ekonomická přidaná hodnota kopíruje stejný trend a je zobrazena v tomtéž Grafu 15. V letech 2016 a 2017 by Společnost vytvořila vyšší hodnotu, pokud by projekt nerealizovala, což je dáno tím, že do těchto let se propisují pouze kapitálové výdaje. Ačkoliv v roce 2018 jsou kapitálové výdaje nejvyšší, díky projektu je vytvořen zisk ve výši 9,46 mil. Kč, což pozitivně ovlivní hodnotu ukazatele EVA. Zatímco u ROCE je rozdíl mezi reálnou a hypotetickou hodnotou minimální (0,03 %), u ukazatele EVA je rozdíl markantnější (EVA je díky projektu P11 v roce 2018 vyšší o 5,27 mil. Kč). V dalších letech již nejsou vynakládány kapitálové výdaje a je tedy dosahováno vyšší hodnoty EVA průměrně o **6,63 mil. Kč** ročně.

8.12 Změna ROCE a EVA bez projektu P12

Posledním představeným projektem je expanzní projekt P12. Celkové kapitálové výdaje činí 19,5 mil. Kč a vynaloženy jsou v letech 2014 až 2016. I projekt P12 potvrzuje tendenci, že pozitivně ovlivňuje ROCE a EVA až ve chvíli, kdy nejsou vynakládány kapitálové výdaje, jak je znázorněno v Tabulce 33.

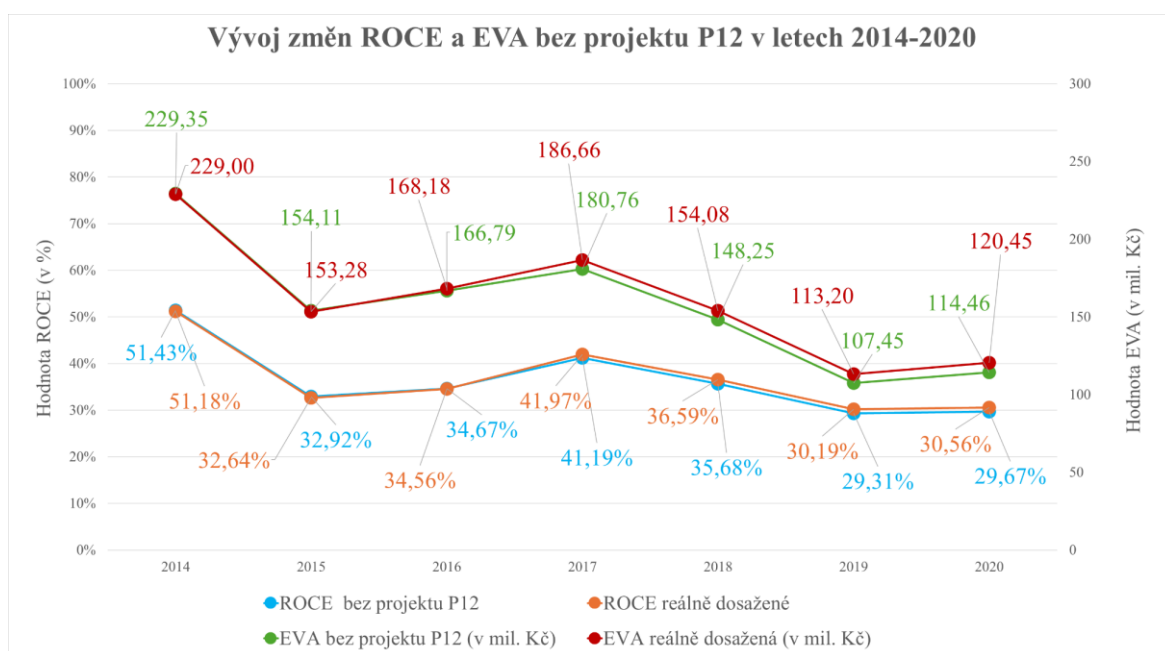
Tabulka 33 Změna ROCE a EVA bez projektu P12

Rok	EBIT (v mil. Kč)	Dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez projektu P12	ROCE reálně dosažené	EVA bez projektu P12 (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)
2014	385,1	748,9	51,43%	51,18%	229,4	229,0
2015	316,9	962,7	32,92%	32,64%	154,1	153,3
2016	333,1	960,8	34,67%	34,56%	166,8	168,2
2017	330,8	803,0	41,19%	41,97%	180,8	186,7
2018	290,8	815,2	35,68%	36,59%	148,3	154,1
2019	239,4	816,7	29,31%	30,19%	107,4	113,2
2020	252,7	851,7	29,67%	30,56%	114,5	120,4

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

První tři roky (2014-2016) je tedy reálně dosažené ROCE nižší, než je úroveň hypotetického ROCE. Od roku 2017 nejsou kapitálové výdaje vynakládány a výsledky hospodaření z projektu jsou ve výši přes 7 mil. Kč ročně. Projeví se tedy pozitivní vliv projektu na ROCE Společnosti, vliv je poté v rozmezí **0,78 až 0,91 %** ročně.

Ekonomická přidaná hodnota má průběh mírně odlišný. Díky projektu P12 je dosahováno nižší hodnoty než bez projektu pouze v prvních dvou letech 2016 a 2017. V roce 2018 Společnost díky projektu P12 tvoří vyšší hodnotu, než kdyby projekt nerealizovala (o 1,34 mil. Kč). Projekt P12 již v roce 2016 tvoří kladný výsledek hospodaření, což je důvod pro tento rozdíl mezi EVA a ROCE. Od roku 2017 poté projekt tvoří hodnotu pro Společnost značně vyšší, průměrně **5,86 mil. Kč** ročně.



Graf 16 Změny ROCE a EVA bez projektu P12

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

9 HODNOCENÍ DOPADŮ REALIZOVANÝCH INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ DO VÝSLEDKŮ HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI

V Kapitole 8 jsou představeny dopady do ukazatelů finanční výkonnosti ROCE a EVA u jednotlivých projektů zvlášť. V této kapitole jsou všechny zadané projekty P1 až P12 brány jako jeden celek a je hodnocen dopad těchto realizovaných investic do výsledku hospodaření Společnosti.

9.1 Hodnocení dopadů realizovaných investičních projektů do hospodaření Společnosti s využitím ROCE

V této části diplomové práce je namodelována situace, že Společnost nerealizovala žádný ze zadaných projektů a je zjištěn dopad realizace projektů na finanční výkonnost s využitím ukazatele rentability investovaného kapitálu. Pro výpočet je opět posuzováno 12 vybraných projektů, včetně projektu P7, u kterého Společnost nevyčíslila žádný pozitivní efekt, ale je zahrnut, jelikož poměrně výrazně ovlivnil kapitálové výdaje.

Prvním krokem je stejně jako u výpočtu hypotetických hodnot ukazatelů ROCE a EVA u jednotlivých projektů úprava EBITu. V Tabulce 34 je tedy vypočítána změna výsledku hospodaření za všechny projekty v jednotlivých letech. Základem je reálně dosažený VH před zdaněním, k němuž jsou přičteny nákladové úroky, aby byla získána hodnota EBIT. Dále jsou sečteny jednotlivé změny VH způsobené projekty P1 až P12 a o tyto změny je původní VH očištěn. V letech 2013-2015 Společnost dosáhla díky projektům ztráty, proto jsou k VH před zdaněním přičteny. Od roku 2016 jsou každý rok odečteny od VH před zdaněním zisky, kterých Společnost díky projektům dosáhla.

Tabulka 34 Změna EBITu bez všech projektů (v mil. Kč)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
VH před zdaněním	355,274	378,959	311,973	332,160	334,310	291,766	236,037	254,026	235,167	347,763	382,441
Změna VH celkem	0,024	7,601	15,616	-8,628	-9,562	-54,871	-63,716	-72,586	-68,518	-73,862	-70,822
P1	0,024	7,601	15,686	-4,746	-0,224	-33,303	-42,105	-43,239	-44,051	-43,054	-42,009
P2						1,126	1,857	-2,493	-5,407	-5,204	-5,100
P3			-0,079	-0,152	-0,148	-0,144	-0,144	-0,074			
P4						-1,982	-2,286	-2,204	-2,140	-2,050	
P5			0,009	-0,156	-0,136	-0,150	-0,145	-0,149			
P6				-0,742	-1,593	-1,005	-1,111	-0,062			
P7										-7,141	-7,725
P8							0,075	-4,880	-4,049	-3,374	-6,018
P9							0,001	-0,245	-1,567	-2,213	-2,140
P10						-2,588	-2,571	-2,648	-2,569	-2,460	
P11					0,101	-9,462	-9,916	-9,002	-8,735	-8,366	-7,830
P12				-2,832	-7,562	-7,363	-7,371	-7,590			
Nákladové úroky	6,660	6,156	4,957	3,737	4,014	6,445	10,722	6,275	4,694	15,601	10,621
EBIT	361,958	392,716	332,546	327,269	328,762	243,340	183,043	187,715	171,343	289,502	322,240

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společnosti)

Dalším krokem je vypočítání změn v položkách dlouhodobého kapitálu. Jako první jsou vyčísleny změny v dlouhodobém hmotném majetku na základě kapitálových výdajů projektů. Upravený DHM je poté rozdíl mezi původní (reálnou) hodnotou DHM a změnami majetku v jednotlivých letech.

Tabulka 35 Změna DHM bez všech projektů

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DHM	415,941	569,659	744,622	749,052	670,083	648,236	683,826	627,299	641,823	685,133	749,851
Změna DHM	38,368	178,721	66,976	39,398	86,595	49,994	78,068	8,788	3,290	7,719	3,577
P1	38,368	173,383	55,705	18,621	27,900	4,391	9,271				
P2					11,540	4,620	0,787				
P3		0,774									
P4					5,885	0,069	1,456				
P5		0,956	0,154								
P6		0,007	2,857		0,025						
P7						15,753	56,898	5,715	2,094	7,632	3,451
P8						3,767	4,034	2,468	1,187	0,080	0,126
P9							5,622	0,605	0,009	0,007	
P10				8,906	22,100						
P11				4,235	19,145	21,394					
P12		3,601	8,260	7,636							
Upravený DHM	377,573	390,938	677,646	709,654	583,488	598,242	605,758	618,511	638,533	677,414	746,274

(zdroj: vlastní zpracování dle zadaných dat Společností)

Následují úpravy položek pracovního kapitálu v Tabulkách 36 až 38, u kterých je proces identický. Jsou použity reálné stavy položek, vyčísleny změny v jednotlivých letech na základě projektů, a následně jsou tyto změny sečteny. Závěrem je vždy upravená položka, jež představuje rozdíl mezi reálnou hodnotou a vypočtenou změnou. U racionalizačních projektů (projekty P3, P5 a P10) nejsou vyčísleny změny v pracovním kapitálu, ale pouze změny v zisku před zdaněním a změny v hodnotě dlouhodobého majetku. Taktéž u projektu P7 nejsou změny v ČPK evidovány.

Tabulka 36 Změny zásob bez všech projektů

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby	232,522	262,797	268,697	284,382	291,114	270,315	294,684	278,386	369,412	493,29	530,277
Změny zásob	0	0	3,281	13,097	4,632	11,952	6,197	4,456	0,549	-0,605	-0,835
P1			3,281	9,288	3,600	10,228	3,066	0,855	-0,465	-1,217	-0,619
P2								0,914	0,645	-0,063	-0,031
P3											
P4						0,403	0,045	0,013	-0,014	-0,019	
P5											
P6				2,647	-0,056	0,069	-0,224	0,114			
P7											
P8								2,576	0,132	0,703	0,030
P9								0,214	0,379	0,168	-0,124
P10											
P11						1,311	3,308	-0,295	-0,128	-0,177	-0,091
P12				1,162	1,088	-0,059	0,002	0,065			
Upravené zásoby	232,522	262,797	265,416	271,285	286,482	258,363	288,487	273,93	368,863	493,895	531,112

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

Tabulka 37 Změny pohledávek bez všech projektů

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Pohledávky	290,240	280,606	304,768	299,838	250,508	283,666	218,017	293,721	302,419	387,315	407,891
Změna pohledávek	0	0	7,03	27,062	8,486	23,275	8,482	4,525	0,435	-2,976	-1,754
P1			7,030	19,903	7,713	21,915	6,568	1,833	-0,997	-2,607	-1,325
P2								1,902	1,341	-0,131	-0,065
P3											
P4						0,295	0,033	0,010	-0,010	-0,014	
P5											
P6				6,205	-0,132	0,161	-0,526	0,267			
P7											
P8								0,452	0,023	0,123	0,005
P9								0,222	0,171	-0,218	-0,303
P10											
P11						0,953	2,405	-0,215	-0,093	-0,129	-0,066
P12				0,954	0,905	-0,049	0,002	0,054			
Upravené pohledávky	290,240	280,606	297,738	272,776	242,022	260,391	209,535	289,196	301,984	390,291	409,645

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

Tabulka 38 Změny závazků bez všech projektů

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Závazky	412,891	360,607	347,135	361,479	405,504	387,106	379,082	347,518	420,548	645,459	685,089
Změna závazků	0	0	3,602	14,674	5,069	13,384	6,526	4,483	0,553	-0,804	-0,928
P1			3,602	10,196	3,952	11,227	3,366	0,939	-0,511	-1,336	-0,679
P2								1,024	0,722	-0,07	-0,035
P3											
P4						0,504	0,057	0,016	-0,017	-0,023	
P5											
P6				3,227	-0,069	0,084	-0,273	0,139			
P7											
P8								2,463	0,126	0,672	0,028
P9								0,222	0,393	0,174	-0,128
P10											
P11						1,633	4,121	-0,368	-0,160	-0,221	-0,114
P12				1,251	1,186	-0,064	-0,745	0,048			
Upravené závazky	412,891	360,607	343,533	346,805	400,435	373,722	372,556	343,035	419,995	646,263	686,017

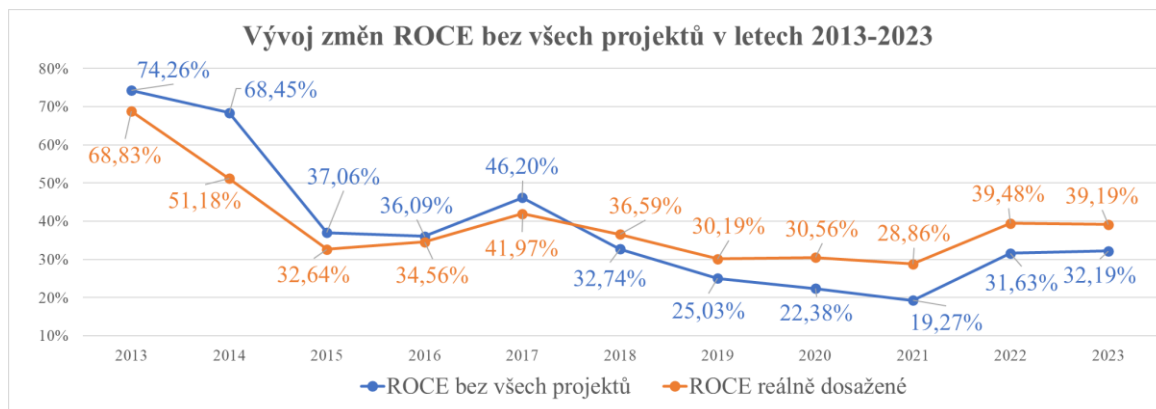
(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

Poté, co je upraven EBIT a dlouhodobý kapitál, je v Tabulce 39 vypočítána hypotetická hodnota rentability investovaného kapitálu bez všech projektů. Pro porovnání je taktéž uveden sloupec s reálně dosaženým ROCE v jednotlivých letech. Dále je přidán sloupec, který ukazuje rozdíl mezi původním ROCE a ROCE bez všech projektů.

Tabulka 39 Změna ROCE bez všech projektů

Rok	Upravený EBIT (v mil. Kč)	Upravený dlouhodobý kapitál (v mil. Kč)	ROCE bez všech projektů	ROCE reálně dosažené	Rozdíl v ROCE
2013	362,0	487,4	74,26%	68,83%	-5,43%
2014	392,7	573,7	68,45%	51,18%	-17,27%
2015	332,5	897,3	37,06%	32,64%	-4,42%
2016	327,3	906,9	36,09%	34,56%	-1,53%
2017	328,8	711,6	46,20%	41,97%	-4,23%
2018	243,3	743,3	32,74%	36,59%	3,85%
2019	183,0	731,2	25,03%	30,19%	5,16%
2020	187,7	838,6	22,38%	30,56%	8,18%
2021	171,3	889,4	19,27%	28,86%	9,59%
2022	289,5	915,3	31,63%	39,48%	7,85%
2023	322,2	1001,0	32,19%	39,19%	7,00%

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)



Graf 17 Změna ROCE bez všech projektů

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

V Grafu 17 je vyobrazen celkový dopad zadaných projektů na ROCE Společnosti. V Tabulce 39 jsou poté rozdíly v ROCE za jednotlivé roky i vyčísleny. V letech 2013 až 2017 by bylo ROCE Společnosti vyšší, pokud by do uvedených projektů neinvestovala. Naopak od roku 2018 mají projekty pozitivní dopad na finanční výkonnost Společnosti.

Rok 2014 je rokem s nejvýraznějším negativním rozdílem mezi reálným a hypotetickým ROCE, který činil **17,27 %**. Společnost v tomto roce investovala 173,4 mil. Kč do projektu P1 a vykázala díky projektům taktéž ztrátu ve výši 7,6 mil. Kč. Tato kombinace kapitálových výdajů a ztráty vedla k výraznému negativnímu vlivu na rentabilitu. Ač změna EBITu není nijak výrazná, jeho hodnota je díky odečtení kapitálového výdaje do projektu P1 dělena menším číslem, čímž je dosaženo vyššího ROCE.

Podobná situace se opakovala ve 3. sledovaném období (rok 2015), kdy by ROCE byla o **4,42 %** vyšší, pokud by Společnost neinvestovala do projektů. Celkové kapitálové výdaje přesáhly 66 mil. Kč a výsledek hospodaření skončil se ztrátou přes 15 mil. Kč.

Situace se mění, když se v roce 2016 sníží kapitálové výdaje na 39,4 mil. Kč a poprvé jsou projekty ziskové s přínosem 8,6 mil. Kč do celkového výsledku hospodaření před zdaněním. I přesto zisk nepokryl KV a zvýšenou potřebu pracovního kapitálu ve výši 19 mil. Kč. Společnost dosáhla nižšího ROCE, než mohla o **1,53 %**.

Rok 2017 přinesl opět výraznější KV, které dosáhly více než dvojnásobku oproti roku 2016 – 86,6 mil. Kč. Projekty přispěly k zisku ve výši 9,5 mil. Kč, ale výsledná rentabilita byla stále ovlivněna vysokými kapitálovými výdaji a Společnost dosáhla o **4,23 %** nižšího ROCE, než mohla v situaci, že do uvedených projektů neinvestovala.

Rok 2018 se stal zlomovým momentem. Hospodářský výsledek vzrostl z přibližně 8-9 mil. Kč na 54,87 mil. Kč a kapitálové výdaje klesly na 34,24 mil. Kč. Nicméně v tomto roce došlo k nejvyšší potřebě pracovního kapitálu, která činila 20,92 mil. Kč. I přesto se již v tomto roce projevil pozitivní dopad projektů na ROCE a Společnost díky projektům dosáhla o **3,85 %** vyšší rentability, než kdyby neinvestovala.

V letech 2020-2023 změny výsledku hospodaření před zdaněním z projektů kolísají v rozmezí hodnot 68,5-74,5 mil. Kč. Nicméně u samotné rentability je sledován pokles od roku 2018 do roku 2021. To je navázáno na celkové výsledky Společnosti, jelikož v těchto letech poklesl celkový VH před zdaněním z hodnoty 291,8 mil. Kč (2018) na hodnotu 235,2 mil. Kč (2021). Dále se reálné i hypotetické ROCE zvýšilo o zhruba 11 %, což je také dáno zvýšením celkového EBITu Společnosti.

Největší pozitivní rozdíl mezi reálným a hypotetickým ROCE byl zaznamenán za rok 2021, kdy rozdíl činil **9,59 %**. V tomto roce projekty přinesly zisk 68,52 mil. Kč a kapitálové výdaje se snížily na minimum (3,29 mil. Kč). Od roku 2021 a až do konce sledovaných let došlo k úbytku potřeby pracovního kapitálu, což pozitivně ovlivnilo ROCE tím, že snížilo jmenovatel v jeho výpočtu.

Od roku 2018 Společnost díky projektům zaznamenala výrazně vyšší změnu VH před zdaněním, což pozitivně ovlivnilo ROCE a od tohoto roku mají projekty pozitivní dopad na rentabilitu Společnosti. V dlouhodobém měřítku přináší vybrané investice průměrně **6,94 %** pozitivní vliv na ROCE společnosti.

9.2 Hodnocení dopadů realizovaných investičních projektů do hospodaření Společnosti s využitím EVA

Pro přepočet ekonomické přidané hodnoty beze všech zadaných projektů je využito přepočtených položek z Tabulek 34 až 38. Tabulka 40 zobrazuje výpočet změněné hodnoty NOPAT. V jednotlivých letech jsou upraveny položky NOPAT tím, že je využita hodnota EBIT očištěná o ztráty/zisky ze všech projektů, které jednotlivé roky ovlivňují (z Tabulky 34) a následně je od EBITu odečtena daň ve výši 19 %.

Tabulka 40 Změna NOPAT bez všech projektů

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Upravený EBIT (v mil. Kč)	362,0	392,7	332,5	327,3	328,8	243,3	183,0	187,7	171,3	289,5	322,2
Daň 19 %	68,8	74,6	63,2	62,2	62,5	46,2	34,8	35,7	32,6	55,0	61,2
Upravený NOPAT (v mil. Kč)	293,2	318,1	269,4	265,1	266,3	197,1	148,3	152,0	138,8	234,5	261,0

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

Kapitálové náklady jsou upraveny způsobem, že je nejdříve vypočítán upravený investovaný kapitál jako součet DHM, zásob a pohledávek z obchodních vztahů, od kterého jsou odečteny krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Veškeré tyto položky jsou již očištěny o změny vyvolané zadanými projekty P1 až P12. V Tabulce 41 je vypočítána upravená hodnota investovaného kapitálu, která je následně vynásobena váženými průměrnými náklady kapitálu, které Společnost udává ve výši 10 %. Tímto výpočtem jsou získány upravené kapitálové náklady.

Tabulka 41 Změna kapitálových nákladů bez všech projektů

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Upravený investovaný kapitál (v mil. Kč)	487,4	573,7	897,3	906,9	711,6	743,3	731,2	838,6	889,4	915,3	1001,0
WACC (v %)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Upravené kapitálové náklady (v mil. Kč)	48,7	57,4	89,7	90,7	71,2	74,3	73,1	83,9	88,9	91,5	100,1

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

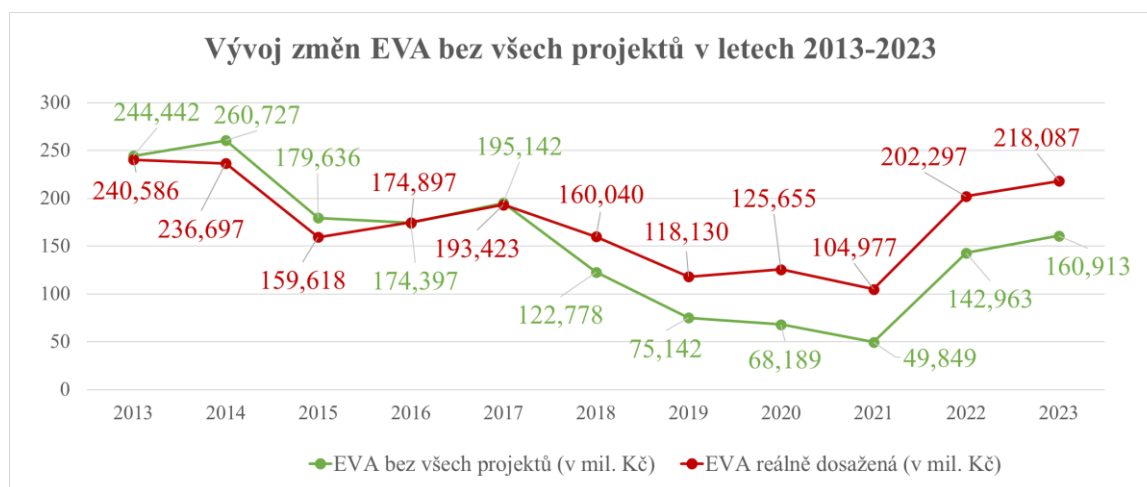
Po přepočítání hodnot NOPAT a kapitálových nákladů je postupováno podle Vzorce 15, který udává, že od NOPAT jsou odečteny kapitálové náklady a je vypočítána hodnota EVA. Hodnoty jsou uvedeny v Tabulce 42 společně s reálně dosaženou hodnotou EVA. Pro vyčíslení změn je uveden i sloupec s rozdílem mezi původní a hypotetickou ekonomickou přidanou hodnotou za předpokladu, že žádná zadaná investice nebyla provedena.

Tabulka 42 Změna EVA bez všech projektů

č	Upravený NOPAT (v mil. Kč)	Upravené kapitálové náklady (v mil. Kč)	EVA bez všech projektů (v mil. Kč)	EVA reálně dosažená (v mil. Kč)	Rozdíl v EVA (v mil. Kč)
3	293,2	48,7	244,4	240,6	-3,856
4	318,1	57,4	260,7	236,7	-24,030
5	269,4	89,7	179,6	159,6	-20,018
5	265,1	90,7	174,4	174,9	0,500
7	266,3	71,2	195,1	193,4	-1,719
8	197,1	74,3	122,8	160,0	37,262
9	148,3	73,1	75,1	118,1	42,988
10	152,0	83,9	68,2	125,7	57,466
11	138,8	88,9	49,8	105,0	55,128
12	234,5	91,5	143,0	202,3	59,334
13	261,0	100,1	160,9	218,1	57,174

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

Změny v ekonomické přidané hodnotě bez všech zadanych projektů P1-P12 v letech 2013 a 2023 jsou zobrazeny v Grafu 18.



Graf 18 Změna EVA bez všech projektů

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společnosti)

V prvních třech letech (2013-2015) by Společnost dosáhla vyšší hodnoty, pokud by do daných projektů neinvestovala. V roce 2013 je tento záporný rozdíl menší než v následujících letech, konkrétně **3,86 mil. Kč**. V letech 2014 a 2015 jsou rozdíly markantnější.

V roce 2014 by Společnost bez projektů vytvořila hodnotu o více než **24 mil. Kč** vyšší. Stejně jako u ROCE je tento rok ovlivněn vysokými kapitálovými výdaji (178,72 mil. Kč) zejména na projekt P1.

V roce 2015 je rozdíl mezi reálně dosaženou a hypotetickou hodnotou EVA také značný – zničení hodnoty Společnosti ve výši **20,02 mil. Kč**. V tomto roce jsou jednak vynaloženy vyšší kapitálové výdaje (66,98 mil. Kč), zároveň se jedná o první rok, kdy je zaznamenána potřeba čistého pracovního kapitálu (6,71 mil. Kč). K těmto dvěma údajům je ještě přidána ztráta ve výši 15,62 mil. Kč, kterou projekty v těchto letech přinesly.

Zajímavým bodem je rok 2016, v němž je hodnota reálně dosažené ekonomické přidané hodnoty vyšší než hodnota EVA bez všech projektů. Rozdíl je ovšem minimální, pouze ve výši **0,5 mil. Kč**. I přesto je tento rok výjimkou z pozorovaného trendu, že dokud jsou vynakládány značné kapitálové výdaje, tak je na měřítkách finanční výkonnosti vidět, že Společnost by udělala lépe, kdyby do projektů neinvestovala. Rok 2016 je prvním rokem, kdy Společnost z projektů dosáhla zisku, avšak pouze ve výši 8,63 mil. Kč, zároveň jsou zde kapitálové výdaje ve výši 39,4 mil. Kč a potřeba ČPK vzrostla na hodnotu 25,5 mil. Kč. Kvůli tomuto vybočení z trendu je rok 2016 dále rozpracován v následujícím textu o identifikaci faktorů ovlivňujících hodnotu.

V roce 2017 jsou obě hodnoty EVA velmi vyrovnané, přičemž rozdíl mezi nimi je pouhých **1,72 mil. Kč**. Je třeba zmínit, že mezi lety 2016 a 2017 došlo k významnému zvýšení kapitálových výdajů. V roce 2016 Společnost investovala 39,4 mil. Kč, zatímco v roce 2017 KV vzrostly na více než dvojnásobek, konkrétně na 86,6 mil. Kč. Upravený EBIT tedy zůstal téměř stejný, ale hodnota upraveného DHM se snížila. Zároveň došlo k poklesu hodnoty DHM za celou Společnost. V roce 2016 evidovala konečný stav DHM 749,1 mil. Kč, v roce 2017 hodnota poklesla na 670,1 mil. Kč.

Mezi roky 2017 a 2018 nastává zlomový okamžik, od kterého se do ekonomické přidané hodnoty začíná propisovat pozitivní vliv investování do zadaných projektů. V roce 2018 Společnost díky projektům tvoří o **37,26 mil. Kč** vyšší hodnotu. Rok 2018 je prvním rokem, kdy projekty přináší odpovídající zisk (54,87 mil. Kč).

Od roku 2019 do konce sledovaného období (2023) je rozdíl mezi reálnou a hypotetickou vyšší ekonomické přidané hodnoty vcelku stabilní. Průměrně projekty Společnosti tvoří ročně hodnotu ve výši **54,42 mil. Kč**.

Podobný průběh má i sledovaný ukazatel ROCE, přičemž ke zlomu dochází taktéž mezi roky 2017 a 2018 a poté od roku 2019 je rozdíl v hodnotách stabilní v průměrné výši **6,94 %** ročně.

Stejně jako v Kapitole 7.2 je i zde v Tabulce 43 vypočítán další ze způsobů výpočtu EVA pomocí spreadu mezi návratností čistých aktiv (RONA) a náklady na kapitál (WACC) pomocí Vzorce 17. Podle Vzorce 16 je vypočítána hodnota RONA za použití očištěných položek od vlivu projektů P1 až P12. Ve všech sledovaných letech 2013 až 2023 je RONA bez všech projektů kladná, což je předpoklad pro tvorbu hodnoty. V prvních pěti letech (do roku 2017) je ovšem spread díky projektům nižší, než by mohl. Od roku 2018 se propisuje, stejně jako u ROCE i prvního výpočtu EVA, pozitivní vliv projektů na finanční výkonnost Společnosti a spread mezi RONA a WACC je vyšší průměrně o **5,4 %**.

Tabulka 43 Výpočet „spreadu“ mezi RONA a WACC bez všech projektů

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT (v mil. Kč)	293,2	318,1	269,4	265,1	266,3	197,1	148,3	152,0	138,8	234,5	261,0
C (v mil. Kč)	487,4	573,7	897,3	906,9	711,6	743,3	731,2	838,6	889,4	915,3	1001,0
RONA (v %)	60,15%	55,44%	30,02%	29,23%	37,42%	26,52%	20,28%	18,13%	15,60%	25,62%	26,08%
WACC (v %)	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
RONA-WACC bez všech projektů	50,15%	45,44%	20,02%	19,23%	27,42%	16,52%	10,28%	8,13%	5,60%	15,62%	16,08%
RONA-WACC původní	45,76%	31,46%	16,44%	18,00%	23,99%	19,63%	14,45%	14,75%	11,75%	21,98%	21,74%
Rozdíl v RONA-WACC	-4,39%	-13,98%	-3,58%	-1,23%	-3,43%	3,11%	4,17%	6,62%	6,15%	6,36%	5,66%

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

Identifikace faktorů ovlivňujících hodnotu EVA

V průběhu výpočtu ekonomické přidané hodnoty bez všech projektů je zaznamenán rok 2016 jako rok, který se odchyluje od pozorovaného trendu – pozitivní vliv těchto konkrétně zadaných projektů se jinak projevuje až od roku 2018. V této části diplomové práce je tedy vyobrazený pyramidový rozklad výpočtu ukazatele EVA v letech 2015 až 2016, aby bylo možné identifikovat faktory, které tuto změnu ovlivnily.

Na Obrázku 3 je vyobrazen vrcholový ukazatel hodnoty EVA, který jej rozkládá na spread RONA-WACC a investovaný kapitál. Ač Společnost tvoří kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, meziročně se snížila o **5,24 mil. Kč**. Za snížením stojí snížení spreadu mezi RONA a WACC, který poklesl o 0,79 %. Snížení spreadu mezi RONA a WACC působí vždy negativně. Na druhou stranu se zvýšila hodnota investovaného kapitálu o 9,64 mil. Kč, což na hodnotu EVA působí pozitivně. Zvýšení investovaného kapitálu je třeba posuzovat vzhledem k hodnotě spreadu. Pokud společnost dosáhla kladného spreadu, zvýšení investovaného kapitálu má pozitivní vliv. Hodnota EVA se přesto snížila, jelikož negativní

efekt snížení spreadu převládá nad pozitivním zvýšením investovaného kapitálu. Kapitál, jenž byl vložen, nebyl tak produktivní, aby zvýšil spread mezi RONA a WACC.

EVA		=	EVA	
179,636	174,397		rok 2015	rok 2016
-5,239			úbytek	
RONA - WACC		*	Investovaný kapitál (C)	
20,02%	19,23%		897,267	906,910
-			+	

Obrázek 3 Pyramidový rozklad EVA (2015-2016)

(zdroj: vlastní zpracování podle zadanych dat Společností)

Spread mezi RONA a WACC se meziročně snížil o 0,79 %. Stejně tak se snížila samotná hodnota RONA, jelikož velikost WACC zůstává konstantní. Snížení RONA má na hodnotu EVA taktéž negativní vliv. Negativní vliv na EVA má i snížení hodnoty EBITu očištěného o 19% daň o 4,27 mil. Kč.

9.3 Vztah mezi KV, IRR, ROCE a EVA

U obou měřítek finanční výkonnosti ROCE i EVA lze pozorovat opakující se vzorec, že dané investiční projekty přispívají pozitivním efektem až s určitým časovým odstupem, cca 5 let. To znamená, že je následně sledováno období od roku 2018 do roku 2023, které obsahuje jak kapitálové výdaje budoucích projektů, tak přínosy z projektů z minulých let. Zmiňované období 2013-2017 (prvních pět sledovaných let) totiž poskytuje pouze poloviční obrázek – zobrazuje jen vynaložené kapitálové výdaje, nicméně neobsahuje přínosy z projektů z předchozích let. Pozitivní přínos u ROCE (průměrně 6,94 %) by byl viditelný i v letech 2013-2017, pokud by byla dostupná data o investicích z období kolem roku 2008. Pro zkoumání vlivu investičních rozhodnutí v této diplomové práci je tedy relevantní delší časové hledisko, v němž se projevuje konstantní pozitivní přínos investic.

Zjištěný vliv na ROCE je zmíněných 6,94 % ročně a vliv na EVA je v průměrné hodnotě 54 mil. Kč ročně. Dalším krokem pro zjištění vazby mezi IRR a měřítky finanční výkonnosti je taktéž posouzení kapitálové náročnosti projektů společně s dosaženými hodnotami IRR. Tato vazba je demonstrována na kapitálově významnějším projektu P11 v Tabulce 44. Na projekt P11 bylo celkem vynaloženo 44,7 mil. Kč v průběhu let 2016-2018. K zjištění poměru hodnoty kapitálových výdajů projektu P11 jsou KV vyděleny

hodnotou celkových aktiv, přičemž za tuto hodnotu je dosazena průměrná roční hodnota aktiv Společnosti za období 2013-2023, která činí 3 089,2 mil. Kč. Částka 44,7 mil. Kč do projektu P11 tedy tvoří 1,45 % z hodnoty aktiv Společnosti. IRR projektu P11 je spočítáno ve výši 19,41 %. Projekt P11 pozitivně ovlivňoval ROCE a EVA od roku 2018. V případě ROCE šlo o průměrný přínos 0,92 % ročně a u ekonomické přidané hodnoty 6,9 mil. Kč.

Tabulka 44 Shrnutí dat k projektu P11

Projekt P11				
KV	Hodnota KV k aktivům Společnosti	IRR	Roční průměrný vliv na ROCE	Roční průměrný vliv na EVA
44,7 mil. Kč	1,45%	19,41%	0,92%	6,9 mil. Kč

(zdroj: vlastní zpracování)

Existují tedy celkem 4 parametry – kapitálový výdaj, výše IRR, roční průměrný vliv na ROCE a roční průměrný vliv na EVA. Tato data jsou vyčíslena ke každému projektu v Tabulce 45. V řádku CELKEM je vyčíslena celková hodnota kapitálových výdajů za projekty P1-P12. Průměrná výše vnitřního výnosového procenta všech projektů je 15,45 %. Ročně je vliv takových investičních rozhodnutí na ROCE vyčíslen na 6,74 % a vliv na EVA je vyčíslen na 53,91 mil. Kč (drobný rozdíl oproti Kapitolám 9.1 a 9.2 je dán zprůměrováním hodnot).

Tabulka 45 Shrnutí dat k projektům P1-P12

SHRUTÍ DAT K PROJEKTŮM P1-P12				
Projekt	KV (v mil. Kč)	IRR	Roční průměrný vliv na ROCE	Roční průměrný vliv na EVA (v mil. Kč)
P1	327,64	7,39%	4,24%	31,99
P2	16,95	15,71%	0,44%	4,10
P3	0,77	16,80%	0,02%	0,10
P4	7,41	26,67%	0,23%	1,65
P5	1,11	9,43%	0,02%	0,13
P6	2,89	9,97%	0,16%	0,60
P7	91,54	-7,23%	-0,88%	-3,48
P8	11,66	33,18%	0,40%	2,73
P9	6,24	20,88%	0,20%	1,57
P10	31,01	6,87%	0,30%	2,03
P11	44,77	19,41%	0,77%	6,63
P12	19,50	26,33%	0,85%	5,86
CELKEM	561,49	-	6,74%	53,91
PRŮMĚR	-	15,45%	-	-

(zdroj: vlastní zpracování)

K dalším propočtům je nejdříve nutné stanovit hodnotu kapitálových výdajů, které byly každý rok vynaloženy (viz Tabulka 46), přičemž tyto hodnoty jsou získány z Tabulky 35. Za jednotlivé roky jsou uvedeny i konečné stavy celkových aktiv. Z těchto dvou údajů je dopočítán poměr KV vybraných projektů k celkovým aktivům za každý rok. Průměrně je tedy do těchto projektů ročně investováno 1,71 % z hodnoty aktiv Společnosti. Výrazně vyčnívá rok 2014 díky investici do projektu P1.

Tabulka 46 Roční poměr KV projektů P1-P12 k aktivům Společnosti

	Vynaložené KV na projekty P1-P12 (v mil. Kč)	Konečný stav aktiv Společnosti (v mil. Kč)	Poměr KV projektů k aktivům
2013	38,4	3088,0	1,24%
2014	178,7	2751,4	6,49%
2015	67,0	3009,5	2,23%
2016	39,4	3265,2	1,21%
2017	86,6	2961,0	2,92%
2018	50,0	3111,5	1,61%
2019	78,1	3403,6	2,29%
2020	8,8	3303,9	0,27%
2021	3,3	3603,7	0,09%
2022	7,7	2532,4	0,30%
2023	3,6	2950,5	0,12%
PRŮMĚR	51,1	3089,2	1,71%

(zdroj: vlastní zpracování podle zadaných dat Společností)

Stejně jako u projektu P11 (Tabulka 44), lze vyčíslené veličiny shrnout do následujícího vztahu:

Tabulka 47 Data k projektům P1-P12

Projekty P1-P12			
Roční průměrný poměr KV k aktivům	Průměrné IRR projektů	Roční průměrný vliv na ROCE	Roční průměrný vliv na EVA
1,71%	15,45%	6,74%	53,91 mil. Kč

(zdroj: vlastní zpracování)

Z tohoto matematického vztahu lze následně dopočítat různé veličiny. Jelikož Společnost využívá rentabilitu investovaného kapitálu, jsou v dalším textu představeny pouze dopočty vázané k ROCE (nicméně u EVA by byl postup stejný). Tyto hodnoty jsou dopočítány na

základě konkrétních historických dat Společnosti za 10 let investování. Je ovšem nutné brát tyto závěry pouze jako obecné, jelikož jsou dopočítávány z průměrných hodnot.

Lze například dopočítat, jaký pozitivní vliv na ROCE by mělo investování 1 % z hodnoty aktiv ročně při vnitřním výnosovém procentu 15,45 % pomocí trojčlenky (viz Rovnice 18 a 19). Je známo, že 1,71 % z hodnoty aktiv přináší 6,74 % vliv na ROCE. Je tedy dopočítáno, že pokud Společnost bude investovat ročně 1 % z hodnoty aktiv do projektů s IRR 15,45 %, přinese to 3,94 % pozitivní vliv na ukazatel ROCE (Rovnice 20).

$$1,71 \% \text{ z hodnoty aktiv } \dots 6,74 \% \text{ vliv na ROCE} \quad (18)$$

$$1 \% \text{ z hodnoty aktiv } \dots x \% \text{ vliv na ROCE} \quad (19)$$

$$x = \frac{1}{1,71} * 6,74 \% = \mathbf{3,94 \% \text{ vliv na ROCE}} \quad (20)$$

Další parametr, jenž je možné dopočítat, je, kolik musí Společnost investovat za předpokladu, že chce zvýšit své ROCE o jeden procentní bod. Výše IRR zůstává konstantní. Výpočet vychází z následující logiky:

$$1 \% \text{ z hodnoty aktiv } \dots 3,94 \% \text{ vliv na ROCE} \quad (21)$$

$$x \% \text{ z hodnoty aktiv } \dots 1 \% \text{ vliv na ROCE} \quad (22)$$

$$x = \frac{1}{3,94} * 1 \% = \mathbf{0,25 \% \text{ z hodnoty aktiv}} \quad (23)$$

Výsledná hodnota je, že Společnost by musela investovat dodatečných 0,25 % z hodnoty celkových aktiv do projektů s IRR 15,45 %, pokud chce zvýšit ROCE o 1 % (viz Rovnice 23).

Za poslední neznámou lze dosadit i výši vnitřního výnosového procenta. V tomto případě by chtěla Společnost zjistit do projektů s jak vysokým IRR má investovat, aby se ROCE zvýšilo o 1 %, neboli aby vzrostlo z 6,74 % na 7,74 %. Aby nebyly v matematickém vztahu dvě neznámé, je využito faktu, že průměrně je investováno ročně 51 mil. Kč, což tvoří 1,71 % z hodnoty aktiv (viz Tabulka 46). Podle Rovnice 23 je známo, že aby se ROCE zvýšilo o 1 %, musí být investováno dodatečných 0,25 % z hodnoty aktiv do projektů s IRR 15,45 %, neboli investovat 1,96 % z hodnoty aktiv. Pokud by ovšem Společnost chtěla zůstat konstantní ve výši kapitálových výdajů (1,71 %), lze vyvodit, do projektů s jak vysokým IRR by musela investovat.

Prvním krokem je vypočítání poměru mezi hodnotami majetku:

$$\frac{1,96 \%}{1,71 \%} = 1,149 \quad (24)$$

Tímto poměrem je následně vynásobeno původní průměrné IRR:

$$\text{Nové IRR} = 15,45 \% * 1,149 = \mathbf{17,75 \%} \quad (25)$$

Pokud tedy chce Společnost stále investovat 1,71 % z hodnoty aktiv a chce dosáhnout ROCE ve výši 7,74 %, neboli zvýšení o 1 %, je nutné, aby investovala do projektů s IRR minimálně 17,75 %.

Ukazatele IRR a ROCE jsou provázány pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty. Na provázání těchto ukazatelů je využita logika Vzorce 17, který udává, že EVA je vypočítána jako spread mezi RONA a WACC, který je vynásoben hodnotou investovaného kapitálu. Základem pro tvorbu hodnoty je tedy, aby byla rentabilita čistých operativních aktiv vyšší nebo rovna nákladům na kapitál, které udávají minimální požadovanou výnosnost.

Dále je podle Vzorce 16 rozložena ona rentabilita čistých operativních aktiv na zlomek, ve kterém je NOPAT dělen investovaným kapitálem, jehož výše byla pro Společnost určena výší DHM a ČPK:

$$RONA = \frac{NOPAT}{C} = \frac{EBIT * (1 - t)}{DHM + \check{C}PK} \quad (26)$$

Zlomek EBIT očištěný o daň a následně vydělený součtem DHM a ČPK se zároveň rovná rentabilitě investovaného kapitálu podle Vzorce 12.

Tudíž pokud by nastala situace, že Společnost chce dosáhnout rentability investovaného kapitálu kupříkladu 10 %, musí platit, že přijme pouze projekty, jejichž vnitřní výnosové procento je rovno nebo vyšší než výsledná požadovaná hodnota ROCE, jelikož poté bude čistá současná hodnota rovna nebo vyšší než nula.

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo zhodnotit dopad vybraných investičních rozhodnutí Společnosti na rentabilitu investovaného kapitálu (ROCE) a ekonomickou přidanou hodnotu (EVA) za vybrané období 2013 až 2023. K dosažení tohoto hlavního cíle byl namodelován hypotetický scénář, v němž Společnost do vybraných dvanácti investičních projektů neinvestovala. Toho bylo docíleno pomocí odečtení všech efektů investičních rozhodnutí od reálně dosažených výsledků. Pomocí porovnání rozdílu mezi skutečnými a hypotetickými výsledky bylo možné objektivně vyhodnotit dopad přijatých investičních rozhodnutí.

Dílčí cíle práce byly rovněž naplněny. Byly vypočteny hodnoty vnitřního výnosového procenta (IRR) pro jednotlivé projekty na základě dat z následného ekonomického auditu a byl vyhodnocen dopad projektů na ukazatele ROCE a EVA.

Výsledky ukázaly, že pozitivní přínosy investičních rozhodnutí se projeví až s určitým časovým odstupem, zejména až v letech, kdy nedocházelo k vynakládání kapitálových výdajů. Toto zjištění podtrhuje myšlenku, že investiční rozhodování nelze podcenit, jelikož ovlivňuje hospodaření společností dlouhodobě.

Na základě zprůměrovaných empirických dat Společnosti za 10 let investování byl navržen obecný matematický vztah, jenž umožňuje dopočítat jednotlivé veličiny (vnitřní výnosové procento, rentabilitu investovaného kapitálu či výši kapitálových výdajů) u budoucích investičních projektů.

Lze konstatovat, že hlavní cíl práce – zjištění dopadu investičních projektů na měřítko finanční výkonnosti Společnosti – byl splněn. Práce poskytla výstupy využitelné pro vedení Společnosti zabývající se hodnocením investičních projektů. Pro další pokračování práce lze doporučit rozšíření vzorku o data z investiční činnosti z období před rokem 2013, aby byl zjištěn a potvrzen pozorovaný trend v delším časovém horizontu.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BIERMAN, Harold Jr., 2013. Capital Budgeting: The Dominance of Net Present Value. In: *QFinance: The Ultimate Resource*. 4th ed. London: Bloomsbury Publishing, s. 20-23. ISBN 978-1-84930-062-9.

BRAGG, Steven M., 2017. *Financial Analysis: A Business Decision Guide*. 3rd ed. Centennial, Colorado: AccountingTools. ISBN 978-1938910-96-8.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Steward C. a ALLEN, Franklin, 2020. *Principles of Corporate Finance*. 13th ed. New York: McGraw-Hill Education. ISBN 978-1-260-56555-3.

ČIŽINSKÁ, Romana, 2018. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0194-8.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kolektiv, 2021. *Finanční řízení a rozhodování podniku: Analýza, Investování, Oceňování, Riziko, Flexibilita, Interakce*. Vyd. 4. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-71-2.

EHRBAR, Al, 1998. *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. New York: John Wiley & Sons. ISBN 0-471-29860-3.

FOTR, Jiří a SOUČEK, Ivan, 2011. *Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3293-0.

GRÜNWALD, Rolf a HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-26-2.

HRDÝ, Milan a STAŇKOVÁ, Anna, 2023. *Dlouhodobý finanční management*. Vyd. 2. Praha: Wolters Kluwer. ISBN 978-80-7676-470-5.

JINDŘICHOVSKÁ, Irena a BLAHA, Zdenek Sid, 2001. *Podnikové finance*. Praha: Management Press. ISBN 80-7261-025-2.

KINSLINGEROVÁ, Eva a kolektiv, 2010. *Manažerské finance*. Vyd. 3. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-194-9.

KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ, Drahomíra; REMEŠ, Daniel a ŠTEKER, Karel, 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Vyd. 3. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0563-2.

KUBÍČKOVÁ, Dana a JINDŘICHOVSKÁ, Irena, 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firem*. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-538-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a KNÁPKOVÁ, Adriana, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Vyd. 3. Praha: Linde. ISBN 978-80-7201-872-7.

POLÁCH, Jiří; DRÁBEK, Josef, MERKOVÁ Martina a POLÁCH, Jiří jr., 2012. *Reálné a finanční investice*. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-436-0.

QFinance: The Ultimate Resource, 2013. 4th ed. London: Bloomsbury Publishing. ISBN 978-1-84930-062-9.

RŮČKOVÁ, Petra, 2021. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Vyd. 7. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3124-2.

STEWART, G. Bennett, III, 2013. *Best-Practice EVA: The Definitive Guide to Measuring and Maximizing Shareholder Value*. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 9781118639382.

VALACH, Josef a kolektiv, 2010. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přepracované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-71-2.

VERNIMMEN, Pierre, 2018. *Corporate Finance: Theory and Practice*. 5th ed. Chicester: Wiley. ISBN 978-1-119-42448-2.

VOCHOZKA, Marek a kolektiv, 2021. *Finance podniku: Komplexní pojetí*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3267-6.

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3467-1.

YOUNG, David S. a O'BYRNE, Stephen F., 2001. *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill. ISBN 0-07-136439-0.

YOUNG, David S., 2013. Creating Value with EVA. In: *QFinance: The Ultimate Resource*. 4th ed. London: Bloomsbury Publishing, s. 814-816. ISBN 978-1-84930-062-9.

ELEKTRONICKÉ ZDROJE

ČESKO, 1992. *Zákon č. 586 ze dne 20. listopadu 1992, o daních z příjmů*. Online. In: *Zákony pro lidi*. 2010-2025. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1992-586?text=586%2F1992>. [cit. 2025-03-08].

MAVERICK, J. B, 2024. *How Useful Is ROCE As an Indicator of a Company's Performance?* Online. Investopedia. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/ask/answers/011315/how-useful-roce-indicator-companys-performance.asp>. [cit. 2024-10-25].

Průručka k použití definice malých a středních podniků, 2010. Online. Ministerstvo průmyslu a obchodu. Dostupné z: <https://mpo.gov.cz/assets/cz/podnikani/dotace-a-podpora-podnikani/oppik-2014-2020/spolecne-prilohy-dotacnich-programu-op-pik/2021/1/Prirucka-k-pouziti-definice-MSP.pdf>. [cit. 2024-10-27].

RUSTAMBEKOVA, Feruza, 2023. Nature, Types and Factors Affecting Investments. Online. *International Journal of Management And Economics Fundamental*. Vol. 3, No. 4, s. 9-18. ISSN 2771-2257. Dostupné z: <https://theusajournals.com/index.php/ijmef/article/view/989/951>. [cit. 2024-12-15].

VALACH, Josef, 2021. Standardní nebo modifikované vnitřní výnosové procento. Online. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 8, č. 3, s. 114-121. Dostupné z: https://cfuc.vse.cz/artkey/cfu-201303-0011_Standardni-nebo-modifikovane-vnitri-vynosove-procento.php. [cit. 2025-02-19].

VIRLICS, Agnes, 2013. Investment Decision Making and Risk. Online. *Procedia Economics and Finance*. Vol. 6, s. 169-177. ISSN 2212-5671. Dostupné z: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00129-9](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00129-9). [cit. 2024-12-18].

WANG, Yongcai; ZHAO, Qianchuan; ZHENG, Dazhong, September 2005. Bottlenecks in Production Networks: An Overview. *Journal of Systems Science and Systems Engineering*. Online. Vol. 14, No. 3, s. 347-363. ISSN 1004-3756/05/1403/347. Dostupné z: <https://doi.org/10.1007/s11518-006-0198-3>. [cit. 2024-12-10].

What is a Hurdle Rate?, 2024. Online. Corporate Finance Institute. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/hurdle-rate-definition/>. [cit. 2024-11-23].

OSTATNÍ ZDROJE

Výroční zprávy Společnosti za roky 2013 až 2023.

Interní materiály Společnosti.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Vymezení dlouhodobého kapitálu	35
Obrázek 2 Pyramidový rozklad ukazatele EVA (2021-2022)	60
Obrázek 3 Pyramidový rozklad EVA (2015-2016)	91

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Přehled metod hodnocení investičních projektů.....	21
Tabulka 2 Poměr objemu vybraných investičních projektů k celkovým investicím.....	42
Tabulka 3 Ukázka zadaných dat k expanznímu projektu P2.....	45
Tabulka 4 Ukázka zadaných dat k racionalizačnímu projektu P5.....	45
Tabulka 5 Výpočet peněžních toků projektu P1.....	47
Tabulka 6 Výpočet peněžních toků projektu P3.....	48
Tabulka 7 Výpočet peněžních toků u projektu P7.....	50
Tabulka 8 Shrnutí vybraných investičních projektů.....	52
Tabulka 9 Výpočet EBITu (v mil. Kč).....	54
Tabulka 10 Výpočet dlouhodobého kapitálu (v mil. Kč).....	55
Tabulka 11 Výpočet ROCE Společnosti.....	56
Tabulka 12 Výpočet NOPAT Společnosti v letech 2013 až 2023 (v mil. Kč).....	57
Tabulka 13 Výpočet kapitálových nákladů Společnosti v letech 2013 až 2023.....	58
Tabulka 14 Výpočet EVA Společnosti v letech 2013 až 2023.....	58
Tabulka 15 Výpočet „spreadu“ mezi RONA a WACC v letech 2013 až 2023.....	59
Tabulka 16 Přepočet EBITu bez projektu P1.....	62
Tabulka 17 Přepočet dlouhodobého kapitálu bez projektu P1.....	63
Tabulka 18 Změna ROCE a EVA bez projektu P1.....	63
Tabulka 19 Změna ROCE a EVA bez projektu P2.....	65
Tabulka 20 Přepočet EBITu bez projektu P3.....	67
Tabulka 21 Přepočet dlouhodobého kapitálu bez projektu P3.....	67
Tabulka 22 Změna ROCE a EVA bez projektu P3.....	68
Tabulka 23 Změna ROCE a EVA bez projektu P4.....	69
Tabulka 24 Změna ROCE a EVA bez projektu P5.....	71
Tabulka 25 Změna ROCE a EVA bez projektu P6.....	72
Tabulka 26 Ukázka zadaných dat k projektu P7.....	73
Tabulka 27 Přepočet EBITu bez projektu P7.....	74
Tabulka 28 Změny ROCE a EVA bez projektu P7.....	74
Tabulka 29 Změna ROCE a EVA bez projektu P8.....	76
Tabulka 30 Změny ROCE a EVA bez projektu P9.....	77
Tabulka 31 Změny ROCE a EVA bez projektu P10.....	78
Tabulka 32 Změny ROCE a EVA bez projektu P11.....	79
Tabulka 33 Změna ROCE a EVA bez projektu P12.....	80
Tabulka 34 Změna EBITu bez všech projektů (v mil. Kč).....	82

Tabulka 35 Změna DHM bez všech projektů	83
Tabulka 36 Změny zásob bez všech projektů	83
Tabulka 37 Změny pohledávek bez všech projektů.....	84
Tabulka 38 Změny závazků bez všech projektů	84
Tabulka 39 Změna ROCE bez všech projektů.....	84
Tabulka 40 Změna NOPAT bez všech projektů	87
Tabulka 41 Změna kapitálových nákladů bez všech projektů	87
Tabulka 42 Změna EVA bez všech projektů	88
Tabulka 43 Výpočet „spreadu“ mezi RONA a WACC bez všech projektů	90
Tabulka 44 Shrnutí dat k projektu P11	92
Tabulka 45 Shrnutí dat k projektům P1-P12.....	92
Tabulka 46 Roční poměr KV projektů P1-P12 k aktivům Společnosti	93
Tabulka 47 Data k projektům P1-P12.....	93

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Vývoj celkové investiční činnosti Společnosti.....	41
Graf 2 Poměr investiční činnosti k celkovým aktivům za období 2013-2023.....	43
Graf 3 Poměr investiční činnosti k celkovému DM za období 2013-2023	43
Graf 4 Vývoj ROCE Společnosti v letech 2013 až 2023.....	56
Graf 5 Vývoj EVA ve Společnosti v letech 2013-2023 (v mil. Kč).....	59
Graf 6 Změny ROCE a EVA bez projektu P1	64
Graf 7 Změny ROCE a EVA bez projektu P2	65
Graf 8 Změny ROCE a EVA bez projektu P3	68
Graf 9 Změny ROCE a EVA bez projektu P4	70
Graf 10 Změny ROCE a EVA bez projektu P5	71
Graf 11 Změny ROCE a EVA bez projektu P6	72
Graf 12 Změny ROCE a EVA bez projektu P7	75
Graf 13 Změny ROCE a EVA bez projektu P8	76
Graf 14 Změny ROCE a EVA bez projektu P10	78
Graf 15 Změny ROCE a EVA bez projektu P11	79
Graf 16 Změny ROCE a EVA bez projektu P12	81
Graf 17 Změna ROCE bez všech projektů	85
Graf 18 Změna EVA bez všech projektů	88

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

C	celkový kapitál
CF	cash flow
CFROI	Cash Flow Return On Investment
CK	cizí kapitál
ČPK	čistý pracovní kapitál
DCF	diskontované cash flow
DDN	diskontovaná doba návratnosti
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DN	doba návratnosti
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EBT	zisk před zdaněním
EPS	Earnings Per Share
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FN	fixní náklady
I	investice
i	úroková sazba
IR	index rentability
IRR	vnitřní výnosové procento
Kč	koruna česká
KV	kapitálový výdaj
mil.	milion
MIRR	modifikované vnitřní výnosové procento
MVA	tržní přidaná hodnota
NOA	čistá operativní aktiva

NOPAT	čistý operativní zisk po zdanění
NPV	čistá současná hodnota
P/E	Price-Earnings Ratio
PCA	následný ekonomický audit
PV	současná hodnota
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita investovaného kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
RONA	rentabilita čistých operativních aktiv
ROS	rentabilita tržeb
T	daňová sazba
tis.	tisíc
VH	výsledek hospodaření
VK	tržní hodnota vlastního kapitálu
VN	variabilní náklady
WACC	vážené průměrné náklady kapitálu

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Data o investičních projektech P1 až P12

Příloha P II: Vybrané údaje z účetních závěrek Společnosti

PŘÍLOHA P I: DATA O INVESTIČNÍCH PROJEKTECH P1 AŽ P12

Data jsou uvedeny v tis. Kč

P1	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje	38 368	173 383	55 705	18 621	27 900	4 391	9 271							
Tržby			30 062	115 164	148 149	241 857	269 943	277 782	273 516	262 370	256 701	256 801		
Variabilní náklady			-17 060	-65 702	-97 499	-148 050	-164 937	-169 680	-166 772	-160 092	-156 775	-156 986		
Fixní náklady vč. odpisů	-24	-7 601	-28 688	-44 717	-50 425	-60 503	-62 902	-64 863	-62 693	-59 224	-57 917	-54 790		
Odpisy		-3 785	-20 160	-25 764	-26 968	-28 793	-27 509	-28 442	-26 832	-24 825	-24 261	-21 120		
EBIT	-24	-7 601	-15 686	4 746	224	33 303	42 105	43 238	44 051	43 054	42 009	45 026		
Inventories			3 281	12 569	16 169	26 397	29 463	30 318	29 853	28 636	28 017	28 028		
Accts. Receivables			7 030	26 933	34 646	56 561	63 129	64 962	63 965	61 358	60 033	60 056		
Accts. Payables			-3 602	-13 798	-17 750	-28 977	-32 343	-33 282	-32 771	-31 435	-30 756	-30 768		
Working capital			6 710	25 704	33 066	53 981	60 249	61 999	61 047	58 559	57 294	57 316		

P2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje					11 540	4 620	787							
Tržby								9 145	15 590	14 962	14 651	14 648		
Variabilní náklady						-26	-26	-2 758	-4 481	-4 284	-4 193	-4 192		
Fixní náklady vč. odpisů						-1 100	-1 831	-3 230	-4 266	-4 091	-4 002	-4 001		
Odpisy						-1 100	-1 563	-1 690	-1 640	-1 571	-1 535	-1 535		
EBIT						-1 126	-1 857	3 156	6 844	6 588	6 456	6 454		
Inventories								914	1 559	1 496	1 465	1 465		
Accts. Receivables								1 902	3 243	3 112	3 047	3 047		
Accts. Payables								-1 024	-1 746	-1 676	-1 641	-1 641		
Working capital								1 792	3 056	2 933	2 872	2 871		

P3	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje		774												
Tržby														
Variabilní náklady			155	243	258	292	307	167						
Fixní náklady vč. odpisů			-77	-152	-148	-144	-144	-74						
Odpisy			-77	-152	-148	-144	-144	-74						
EBIT			79	91	110	148	163	93						
Inventories														
Accts. Receivables														
Accts. Payables														
Working capital														

P4	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje					5 887	69	1 456							
Tržby						6 982	7 763	7 994	7 756	7 429				
Variabilní náklady						-3 800	-4 197	-4 322	-4 194	-4 016				
Fixní náklady vč. odpisů						-1 201	-1 279	-1 467	-1 423	-1 363				
Odpisy						-573	-581	-748	-726	-695				
EBIT						1 982	2 287	2 205	2 140	2 050				
Inventories						403	449	462	448	429				
Accts. Receivables						295	328	338	327	314				
Accts. Payables						-504	-561	-577	-560	-537				
Working capital						194	216	222	215	206				

P5	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje		956	154											
Tržby														
Variabilní náklady				266	243	254	248	256						
Fixní náklady vč. odpisů			-9	-109	-106	-103	-104	-107						
Odpisy			-9	-109	-106	-103	-104	-107						
EBIT			-9	156	136	150	145	149						
Inventories														
Accts. Receivables														
Accts. Payables														
Working capital														

P6	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje		7	2 857		25									
Tržby				24 820	24 291	24 934	22 831	23 898						
Variabilní náklady				-17 619	-16 379	-17 455	-15 769	-17 611						
Fixní náklady vč. odpisů				-6 458	-6 319	-6 475	-5 952	-6 225						
Odpisy				-284	-276	-272	-272	-280						
EBIT				742	1 593	1 005	1 111	62						
Inventories				2 647	2 591	2 660	2 435	2 549						
Accts. Receivables				6 205	6 073	6 234	5 708	5 975						
Accts. Payables				-3 227	-3 158	-3 241	-2 968	-3 107						
Working capital				5 626	5 506	5 652	5 175	5 417						

P7	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje						15 753	56 898	5 715	2 094	7 632	3 451			
Tržby														
Variabilní náklady														
Fixní náklady vč. odpisů										-7 141	-7 725	-8 068	-8 429	-8 425
Odpisy										-7 141	-7 725	-8 068	-8 429	-8 425
EBIT										-7 141	-7 725	-8 068	-8 429	-8 425
Inventories														
Accts. Receivables														
Accts. Payables														
Working capital														

10 269

P8	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje						3 767	4 034	2 468	1 187	80	126			
Tržby								20 334	21 377	26 926	27 161	27 154		
Variabilní náklady								-9 873	-11 545	-16 389	-13 950	-13 946		
Fixní náklady vč. odpisů							-75	-5 580	-5 783	-7 162	-7 193	-7 270		
Odpisy								-934	-906	-1 020	-997	-1 076		
EBIT							-75	4 880	4 049	3 374	6 018	5 937		
Inventories								2 576	2 708	3 411	3 440	3 439		
Accts. Receivables								452	475	598	604	603		
Accts. Payables								-2 463	-2 589	-3 261	-3 289	-3 289		
Working capital								565	594	748	754	754		

P9	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje							5 622	605	9	7				
Tržby								1 270	3 521	4 521	3 786	4 688		
Variabilní náklady								-36	-420	-548	-85	-590		
Fixní náklady vč. odpisů							-1	-989	-1 534	-1 759	-1 561	-1 788		
Odpisy								-665	-646	-619	-606	-606		
EBIT							-1	245	1 567	2 213	2 140	2 310		
Inventories								214	593	761	637	789		
Accts. Receivables								246	681	874	732	906		
Accts. Payables								-222	-614	-789	-660	-818		
Working capital								238	659	846	709	878		

P10	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje				8 906	22 100									
Tržby														
Variabilní náklady						5 537	5 524	5 688	5 519	5 286				
Fixní náklady vč. odpisů						-2 949	-2 952	-3 040	-2 950	-2 825				
Odpisy						-2 949	-2 952	-3 040	-2 950	-2 825				
EBIT						2 588	2 571	2 648	2 569	2 460				
Inventories														
Accts. Receivables														
Accts. Payables														
Working capital														

P11	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje				4 235	19 145	21 394								
Tržby						21 301	75 062	70 266	68 181	65 302	63 819			
Variabilní náklady						-8 372	-54 402	-50 814	-49 306	-47 224	-46 498			
Fixní náklady vč. odpisů					-101	-3 467	-10 744	-10 450	-10 140	-9 712	-9 492			
Odpisy						-1 525	-4 197	-4 322	-4 193	-4 016	-3 925			
EBIT					-101	9 462	9 916	9 002	8 735	8 366	7 830			
Inventories						1 311	4 619	4 324	4 195	4 018	3 927			
Accts. Receivables						953	3 358	3 143	3 050	2 921	2 855			
Accts. Payables						-1 633	-5 754	-5 386	-5 226	-5 006	-4 892			
Working capital						631	2 223	2 081	2 019	1 934	1 890			

P12	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investiční výdaje		3 601	8 260	7 636										
Tržby				16 180	31 517	30 690	30 724	31 637						
Variabilní náklady				-10 541	-20 533	-19 995	-20 017	-20 612						
Fixní náklady vč. odpisů				-2 806	-3 422	-3 332	-3 336	-3 435						
Odpisy				-1 446	-1 409	-1 372	-1 373	-1 414						
EBIT				2 832	7 562	7 363	7 371	7 590						
Inventories				1 155	2 249	2 190	2 193	2 258						
Accts. Receivables				954	1 859	1 810	1 812	1 866						
Accts. Payables				-1 251	-2 437	-2 373	-2 376	-2 447						
Working capital				858	1 671	1 627	1 629	1 677						

PŘÍLOHA P II: VYBRANÁ DATA Z ÚČETNÍCH VÝKAZŮ SPOLEČNOSTI

Data jsou uvedeny v mil. Kč

Rok	Aktiva	DM	DHM	Zásoby	Pohledávky z obch. vztahů	Krátkodobé závazky z obch. vztahů	VH před zdaněním	Nákladové úroky
2013	3088,0	557,0	415,9	232,5	290,2	412,9	355,3	6,7
2014	2751,0	708,0	569,7	262,8	280,6	360,6	379,0	6,2
2015	3009,0	745,0	744,6	268,7	304,8	347,1	312,0	5,0
2016	3265,0	749,0	749,1	284,4	299,8	361,5	332,2	3,7
2017	2961,0	803,0	670,1	291,1	250,5	405,5	334,3	4,0
2018	3112,0	775,0	648,2	270,3	283,7	387,1	291,8	6,4
2019	3404,0	804,0	683,8	294,7	218,0	379,1	236,0	10,7
2020	3304,0	742,0	627,3	278,4	293,7	347,5	254,0	6,3
2021	3604,0	760,0	641,8	369,4	302,4	420,5	235,2	4,7
2022	2532,0	799,0	685,1	493,3	387,3	645,5	347,8	15,6
2023	2951,0	866,0	749,9	530,3	407,9	685,1	382,4	10,6