

Faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu v Jihomoravské plynárenské, a.s.

Bc. Petr Zahálka

Diplomová práce
2006



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2005/2006

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Petr ZAHÁLKA**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu v Jihomoravské plynárenské, a.s.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše zpracujte problematiku ekonomické přidané hodnoty (EVA).

II. Praktická část

- Analyzujte dosavadní vývoj podniku pomocí nástrojů finanční analýzy.
- Identifikujte faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu s využitím pyramidových rozkladů a benchmarkingu.
- Navrhněte systém pro monitoring, vyhodnocování a verifikaci faktorů ovlivňujících EVA.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:


- [1] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. 2.vyd. Praha: VŠE Praha, 2004. ISBN 80-245-0684-X
[2] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 1.vyd. Praha: C.H.Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6
[3] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 1.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2001. ISBN 80-86119-36-X
[4] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, spol. s r.o., 2002. ISBN 80-247-0125-1
[5] STANĚK, V. Zvyšování výkonnosti procesním řízením nákladů. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, spol. s r.o., 2003. ISBN 80-247-0456-0

Vedoucí diplomové práce: Ing. Adriana Knápková, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 6. března 2006
Termín odevzdání diplomové práce: 9. května 2006

Ve Zlíně dne 6. března 2006


doc. PhDr. Vnislav Nováček, CSc.
děkan




doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá problematikou měření výkonnosti firem. Podává přehled klasických i moderních ukazatelů výkonnosti. Po představení podniku a zpracování finanční analýzy následuje výpočet ekonomické přidané hodnoty. Tento výpočet je pak dále analyzován za účelem zjištění faktorů působících na tvorbu hodnoty v podniku. V poslední části práce je navržen systém, který by dané faktory umožňoval nejen měřit, ale i řídit.

Klíčová slova: ekonomická přidaná hodnota, moderní ukazatele výkonnosti, čistá operativní aktiva, čistý operativní zisk po zdanění, náklady na kapitál

ABSTRACT

This master thesis deals with companies performance measurement. Gives a view of classical and modern performance indicators. After company presentation and elaboration of financial analysis follows calculation of Economic Value Added. This computation is further analysed in order to identification of factors, which affect value creation in presented company. In last part of this master thesis is such system proposed, which allows not only these factors to measure, but manage them too.

Keywords: Economy Value Added, Modern Oerformance Indicators, Net Operating Assets, Net Operating Profit After Taxis, Cost of Capital

Děkuji Ing. Adrianě Knápkové, PhD. za odborné vedení mé diplomové práce, za její vstřícnost, ochotu a cenné rady při konzultacích.

Mé poděkování patří také Ing. Borisi Vyskočilovi za poskytnutí cenných informací a za čas, který si na mě při své práci udělal.

OBSAH

ÚVOD.....	9
I TEORETICKÁ ČÁST	11
1 VÝKONNOST PODNIKU	12
1.1 POJETÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	12
1.2 HODNOTOVÉ ŘÍZENÍ PODNIKU (VBM)	13
1.3 SHAREHOLDER VALUE VS. STAKEHOLDER VALUE	15
1.4 PŘÍSTUPY K MĚŘENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	16
1.4.1 Tradiční ukazatele	17
1.4.2 Moderní ukazatele	18
2 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA).....	23
2.1 VÝPOČET EVA.....	24
2.1.1 Ekonomický model	25
Vymezení NOA	25
Vymezení NOPAT	27
Výpočet nákladů na kapitál.....	28
2.1.2 Účetní model	29
2.2 VYUŽITÍ UKAZATELE EVA	29
3 KOMPLEXNÍ PŘÍSTUP K MĚŘENÍ VÝKONNOSTI.....	31
3.1 EVROPSKÝ MODEL PODNIKATELSKÉ ÚSPĚŠNOSTI (EFQM)	31
3.2 MODEL BALANCED SCORECARD	32
II PRAKTICKÁ ČÁST	34
4 JIHOMORAVSKÁ PLYNÁRENSKÁ, A.S.	35
4.1 HISTORIE SPOLEČNOSTI	35
4.2 PŘEDMĚT ČINNOSTI	36
4.3 CHARAKTERISTIKA PLYNÁRENSTVÍ V ČR.....	37
4.3.1 Konkurence v odvětví	38

4.4	ZAMĚSTNANCI.....	39
4.5	BUDOUCNOST.....	40
4.5.1	Obchod se zemním plynem	40
4.5.2	Finanční záměry	40
5	FINANČNÍ ANALÝZA	41
5.1	POUŽITÝ POSTUP PŘI FINANČNÍ ANALÝZE	41
5.2	SPIDER GRAF	42
5.3	ZÁVĚR K FINANČNÍ ANALÝZE	44
6	VÝPOČET EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	47
6.1	VYMEZENÍ ČISTÝCH OPERATIVNÍCH AKTIV (NOA)	47
6.1.1	Aktivace položek.....	47
6.1.2	Vyčlenění neoperativních aktiv.....	48
6.1.3	Neúročený cizí kapitál.....	50
6.2	VYMEZENÍ NOPAT.....	51
6.3	VÝPOČET WACC.....	53
6.3.1	Náklady na cizí kapitál	53
6.3.2	Náklady na vlastní kapitál	55
6.4	VÝPOČET EVA.....	60
7	IDENTIFIKACE VLIVŮ PŮSOBÍCÍCH NA EVA.....	63
7.1	PYRAMIDOVÉ ROZKLADY	63
7.1.1	Roky 2002/2003	63
7.1.2	Roky 2003/2004	67
7.1.3	Roky 2001/2004	69
7.2	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA	72
7.3	SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ.....	73
8	NÁVRH SYSTÉMU NA MONITOROVÁNÍ, VYHODNOCOVÁNÍ A VERIFIKACI FAKTORŮ OVLIVŇUJÍCÍCH EVA	76
8.1	VÝCHODISKA INFORMAČNÍHO SYSTÉMU PRO EVA.....	76
8.2	DEFINOVÁNÍ SYSTÉMU	77
8.3	POČÍTAČOVÁ PODPORA.....	77
	ZÁVĚR	79

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	81
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	83
SEZNAM OBRÁZKŮ	85
SEZNAM TABULEK.....	86
SEZNAM PŘÍLOH.....	87

ÚVOD

Ještě i na počátku 21. století se v podnikové praxi setkáváme s problémem, jak vyjádřit a hlavně změřit svůj podnikatelský úspěch. Jedno je však již zřejmé – od řízení zisku je nutné přejít k řízení hodnoty. Tento přístup dal vzniknout novým ukazatelům, které popisují výkonnost podniku z dosud zanedbávaných úhlů.

Proto stále častěji zaznívá kritika „tradičních“ ukazatelů. V dnešní turbulentní době již nestačí podnik hodnotit pouze na základě nákladů, výnosů a zisku. Do rozhodování manažerů se promítají takové veličiny jako čas, náklady na použitý kapitál, inflace, apod.

První část této práce bude věnována analýze možných přístupů k měření výkonnosti firem. Budou zde porovnány tzv. klasické ukazatele s ukazateli moderními. Dále popíše jeden z moderních ukazatelů – ekonomickou přidanou hodnotu, která je dále v této práci aplikována. Protože však i ten nejlepší ukazatel musí být včleněn do určitého systému, představím některé z komplexních přístupů k měření výkonnosti.

V další části představím společnost Jihomoravská plynárenská, a.s. a shrnu výsledky její činnosti formou finanční analýzy. Ta se pak stane základem pro hodnocení faktorů ovlivňujících výkonnost tohoto podniku. Pro vyjádření výkonnosti podniku bude aplikován ukazatel EVA. Jeho další analýzou pak budou identifikovány vlivy působící na tvorbu hodnoty v daném podniku.

V poslední části navrhu systém, jehož prostřednictvím by bylo možné identifikované faktory sledovat a samozřejmě včas ovlivňovat.

Ekonomická přidaná hodnota je metoda založená na ekonomickém zisku. Ekonomický zisk respektuje veškeré náklady na vynaložený kapitál, tj. jak náklady na cizí kapitál, tak i náklady na kapitál vlastní. Právě v tom spočívá hlavní rozdíl od metod „klasické“ finanční analýzy, především pak ukazatelů rentability kapitálu, které vychází z účetního zisku.

Významný podíl na rozvojovém potenciálu firem mají také nefinanční faktory. Nutnost identifikace a monitoringu těchto faktorů pak dala vzniknout mnoha systémům ukazatelů, které kombinují finanční ukazatele s nefinančními.

Je tedy již zřejmé, že každá firma by měla být cílem komplexního hodnocení její výkonnosti. Přičemž již není prioritou výkonnost pouze měřit, ale také ji řídit prostřednictvím ovlivňování faktorů, které ji ovlivňují.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 VÝKONNOST PODNIKU

1.1 Pojetí výkonnosti podniku

Charakteristickým rysem ekonomiky počátku 21. století je posun ke komunikaci, vývoji a aplikacím nových technologií s důrazem na snižování nákladů a udržení vysokého tempa rozvoje. Společnosti jsou vystaveny turbulencím, budoucnost nelze spolehlivě vyvozovat z trendů minulosti. Standardní metrika měření výkonnosti, kterou používá dnešní metodika řízení společností, již delší dobu zastarává za novými podnikatelskými přístupy. Na podkladě finančních údajů je sice možné popsat dosavadní vývoj společnosti, stanovit její aktuální výkonnost a v případě srovnání těchto údajů s finančními údaji relevantních společností působících v rámci sledovaných tržních segmentů lze stanovit i aktuální konkurenceschopnost společnosti. Výrazným nedostatkem pro univerzální použití soustavy ukazatelů při stanovování výkonnosti podnikatelských subjektů je možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku pomocí legálních účetních postupů.

Různorodost ukazatelů hodnocení výkonnosti firem v zemích EU navíc znesnadňuje i jejich hodnocení externími audity. Pro hledání budoucí úspěšnosti společnosti není význam měření výkonnosti založeného pouze na tradičních metodách finanční analýzy již tak jednoznačný. Hlavním prvkem nesouladu je ale to, co se **chce** měřit a co **je** fakticky měřeno. V podnikání se chce měřit to, co se děje, zatímco se měří to, co již proběhlo, čímž se pak ve skutečnosti interpretuje i mnoho dalších zavádějících jevů. Proto se při posuzování budoucí úspěšnosti společnosti hledají měřítko, která ne vždy bývají odvozena jen z účetních výkazů.

Současné trendy finančního managementu směřují k analýze výkonnosti společnosti přes tvorbu hodnoty pro akcionáře (shareholders). Snižuje se význam tradičního podnikatelského cíle tvořeného ziskem a nahrazují jej cíle, které poměřují dosažený zisk s náklady na vynaložené zdroje. Přístup, jehož cílem je sjednocování cílů, strategií a způsobů rozhodování managementu se zájmy akcionářů, je označován termínem *Value Based Management*.

[17, 2, 14]

1.2 Hodnotové řízení podniku (VBM)

Chce-li být podnik úspěšný, je nezbytné mít jasno v otázce cílů podniku, způsobu jeho vyjádření a měření. Názory na vymezení cílů podnikání i finančních cílů podniku jsou mezi ekonomy v tržní ekonomice neustále diskutovány a procházejí vývojem. Dříve se za základní cíl podnikání považovala **maximalizace zisku**. Postupem se však stává stále více předmětem kritických námitek, především z těchto důvodů:

- ↳ Jde o statický přístup, který nebere v úvahu **časovou dimenzi**, nerozlišuje, ve kterém okamžiku bylo zisku dosaženo, nerozlišuje krátkodobé a dlouhodobé zisky. Je proto zdůrazňována potřeba aktualizovat zisky **s ohledem na čas**.
- ↳ Zisk podniku je ovlivněn zvoleným pojetím výnosů a nákladů, metodou odpisování, tvorbou a rozpouštěním rezerv a nákladů příštích období. Proto se klade důraz na potřebu využívat **cash flow** pro hodnocení podniku a investičních variant.
- ↳ Maximalizace zisku jako základní cíl podniku nebere v úvahu **různý stupeň rizika**, s nímž je zisku dosahováno. Předpokládá, že vyšší zisk je dosahován při stejném stupni rizika, což je nereálný předpoklad.

Uvedené námítky vůči maximalizaci zisku jako cíle podnikání i hlavního finančního cíle vyústily v posledních letech v závěr, že: „**Základním cílem podnikání je maximalizace tržní hodnoty firmy**“; v podmínkách akciové společnosti maximalizace tržní ceny akcií. Vedle tohoto hlavního cíle také samozřejmě existují i některé dílčí, krátkodobé finanční cíle. Patří mezi ně především průběžné zajišťování platební schopnosti (likvidity) podniku. Udržování platební schopnosti je základní podmínkou fungování podniku v tržní ekonomice. Současně by měl podnik dosahovat výše zisku, která mu umožní obnovu a rozvoj.

Hodnota se ukazuje jako výhodné měřítko výkonnosti podniku, protože ona jediná vyžaduje k měření **kompletní informace**. K pochopení tvorby hodnoty musí člověk použít dlouhodobé strategické hledisko, řídit všechny peněžní toky a pohyby v rozvaze, a musí vědět, jak porovnat peněžní toky z různých časových období s ohledem na riziko. Odborníci říkají: „přepněte z ‚řízení zisku‘ na ‚řízení hodnoty‘“.

Maximalizace hodnoty znamená, že vedení podniku musí usilovat o co největší přínos pro vlastníky, a to jak v podobě podílů na zisku a jednak, a to především, formou zisků plynoucích z růstu cen vlastnických podílů. [7]

Základním kritériem výkonnosti firmy z hlediska vlastníka je **čistá současná hodnota** (Net Present Value – NPV). Její propoččet nám řekne, nakolik dané rozhodnutí přispívá či škodí vlastníkům. Cílem každého vlastníka je, aby mu firma přinesla více, než kolik ho stála. Pro vlastníka je hodnota firmy dána tím, co mu je schopna přinést. Pokud firma přináší více, než musel vlastník vynaložit, představuje to pro něho čisté zvýšení hodnoty. [7, 2]

Tento vztah se dá vyjádřit vzorcem:

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

kde: NPVčistá současná hodnota
I.....výše investice vlastníka do firmy
PVhodnota firmy pro vlastníka

Pro vlastníka je dostatečně výkonná firma s kladnou čistou současnou hodnotou (tedy $NPV > 0$). Tedy také platí: **cestou k maximalizaci bohatství vlastníků je maximalizace čisté současné hodnoty.**

Kladné NPV je možné dosáhnout při splnění těchto předpokladů:

1. bude tvořena hodnota pro zákazníky (tzn. produkce musí být účelná a pro zákazníka výhodná z hlediska relace užítka a ceny ve srovnání s konkurencí)
2. proces transformace vstupů na výstupy bude maximálně hospodárný
3. bude zachována rovnováha zájmů stakeholderů (všichni „zúčastnění“ na podnikání firmy) [11]

Z uvedeného je zřejmé, že je různá hodnota podniku pro jeho vlastníky a například pro věřitele. Na kterou z hodnot se zaměřit při jejím řízení? Která z nich je klíčem k úspěchu firmy? Tento problém je tématem následující kapitoly.

1.3 Shareholder value vs. stakeholder value

Je zřejmé, že podnik by měl být vnímavý k přáním a potřebám zákazníků, hledat efektivní výrobní procesy, pečovat o kvalifikaci a potřeby svých pracovníků, prosadit se v domácím nebo i mezinárodním měřítku. Měl by tedy uspokojit všechny stakeholdery. A k nim neodmyslitelně patří vlastníci (shareholders). Všem těmto subjektům záleží na dlouhodobé existenci a dobré situaci daného podniku. Každý z nich však sleduje svoje zájmy – např. cílem vlastníků je maximální zhodnocení svého vkladu, věřitelé chtějí dostat splátky dluhu a úroky, zaměstnanci usilují o maximální mzdu, dodavatelé se snaží o maximální ceny a množství dodané produkce, atd. Jak se tedy ukazuje, jedná se o často značně protichůdné cíle. Jaké jsou tedy faktory podmiňující úspěch firmy a jakým způsobem je měřit?

Každý subjekt, který je nějakým způsobem s činností podniku spojen, posuzuje svoji úspěšnost podle zhodnocení své investice a porovnává je s alternativními možnostmi, které mohl zvolit. Samotný podnikatel v podnikání realizuje svůj podnikatelský záměr za použití zdrojů (kapitálového trhu, trhu pracovních sil, surovin, atd.). Za tyto zdroje platí tržní cenu. To, co mu zůstane, představuje výnos jeho investice. Vlastníci tudíž nesou **největší riziko**. Výnos by se měl minimálně rovnat výnosu alternativní (stejně rizikové) investice. Pokud je výnos nižší a neexistuje východisko pro jeho zvýšení, měl by z tohoto podnikání odejít a své peníze investovat jinde. Tento odchod z podnikání se ale dotkne všech zúčastněných. Proto by měl být výnos pro vlastníka alespoň na úrovni jeho alternativního nákladu.

Je zjevné, že hodnota firmy je pro jednotlivé stakeholdery **odlišná**. Každý stakeholder posuzuje hodnotu firmy podle toho, co do ní vložil, resp. podle zhodnocení své investice. Je důležité preferovat koncepci **shareholder value**, neboť je to současně jediná cesta ke zvyšování stakeholder value. Pouze v případě, že dojde k uspokojení vlastníka, může dojít k uspokojení stakeholderů. *Rozhodujícími stakeholdery jsou tedy shareholdeři, kteří nesou největší riziko.* [7]

1.4 Přístupy k měření výkonnosti podniku

Standardní metrika, kterou používá dnešní metodika řízení společností, odpovídá mnohdy ekonomice včerejška. Je to metrika „industriální doby“. Jako taková odráží domněnky a zkušenosti z projektů této ekonomiky. Jde o zděděný systém; přijímá ekonomiku perfektních informací, racionálních očekávání a hmotných aktiv. Měří pozemky, stroje, budovy a zařízení společnosti a jejich hodnotu v souladu s mechanickým modelem ekonomické výkonnosti. Problémem je samozřejmě, že tento obecný ekonomický model a tato specifická měřítka již delší dobu neodrážejí cesty nových podnikatelských přístupů a nové ekonomiky vůbec. [8]

Jistě tedy mohu tvrdit, že používání ukazatelů pro měření výkonnosti firem podléhalo v uplynulém období určitým trendům upřednostňujícím jejich výběr pro manažerskou praxi. Masové využití konkrétních ukazatelů v dané časové epoše z nich umožnilo učinit univerzálně uznávaný ekvivalent pro srovnávání výkonností jednotlivých subjektů. Přibližný vývoj některých z nich ilustruje následující tabulka:

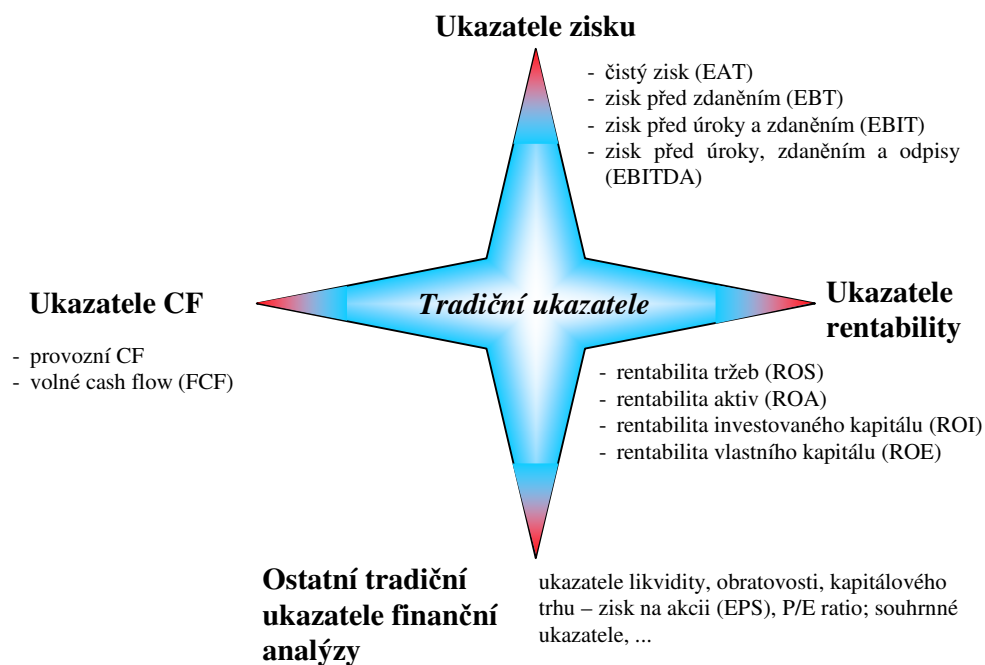
Tab. 1. Posun paradigmatu u ukazatelů při měření výkonnosti společností [17]

Epocha			
1920	1970	1980	1990 - ...
Du-Pontův pyramidální rozklad	Výnosnost na akcii (EPS)	Poměr tržní k účetní hodnotě (M/B Ratio)	Ekonomická přidaná hodnota (EVA)
Návratnost investic (ROI)	Ukazatele mající za základ poměr Cena/Vl. kapitál	Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	Zisková marže (Gross margin)
		Rentabilita čistých aktiv (RONA)	Hodnota přidaná trhem (MVA)
		Cash-flow	Balanced scorecard
			CFROI
			Celkové příjmy vlastníků (TSR)

1.4.1 Tradiční ukazatele

K nevýhodám dosavadních přístupů k měření výkonnosti patří to, že často vycházejí pouze z **maximalizace zisku** jako základního cíle podnikání a firmy používají k vyjádření svých cílů **značné množství** ukazatelů (které jsou často neslučitelné). Další nespornou nevýhodou vidím také v tom, že tyto ukazatele jsou konstruovány z čistě **účetních** informací. Tyto totiž nemusí reflektovat skutečný stav – dokonce mohou být významně zavádějící.

Mezi tradiční ukazatele finanční výkonnosti podniku patří především ukazatele absolutní hodnoty zisku (obecněji výsledku hospodaření), hotovostních toků (cash flow) a ukazatele rentability. Tradiční ukazatele jsem shrnul do následujícího schématu:



Obr. 1. Rozdělení tradičních ukazatelů výkonnosti [vlastní konstrukce]

Tradičních ukazatelů je užito ve finanční analýze v praktické části této práce, proto se nebudu zabývat jejich podrobnějším popisem.

1.4.2 Moderní ukazatele

Moderní ukazatele se snaží o propojení **všech** činností v podniku i lidí účastnících se podnikových procesů, a to jedním zastřešujícím kritériem – dělat vše pro to, aby byla zvýšena hodnota vložených prostředků vlastníky podniku.

Výkonnost podniku měřená na základě účetních dat ani nemůže odpovídat ekonomickému pohledu na výkonnost – účetní data byla vytvořena pro jiné účely. Trh oceňuje výhodnost investice na základě **očekávaných peněžních toků** plynoucích v budoucnu z této investice přepočítaných na jejich **současnou hodnotu** pomocí **nákladů na kapitál** jako vyjádření míry rizika a zakalkulování **časové hodnoty peněz**. [12]

Na základě kritiky klasických ukazatelů vznikla kritéria, která by měl splňovat moderní ukazatel:

- ✓ vykazovat co nejužší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value). Tato vazba by měla být prokazatelná statistickými propočty;
- ✓ umožňovat využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím, včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížení pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí;
- ✓ překonávat dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Především je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika;
- ✓ umožňovat hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků.[8]

Najít ukazatel (měřítko) výkonnosti, který by vyhověl všem výše uvedeným požadavkům, je obtížné. Tato skutečnost vede k situaci používání různých ukazatelů a konceptů řízení výkonnosti, z nichž uvedu ty, které jsou ve světě a podnikové praxi nejrozšířenější. [7]

Diskontované cash flow – DCF (Discounted Cash Flow)

Na rozdíl od volného cash flow jako absolutní veličiny nezohledňující čas ani riziko, při kterém jsou peněžní toky produkovány, cash flow diskontované pomocí **nákladů na kapitál** tyto okolnosti bere v úvahu. Tím se stává výhodným měřítkem výkonnosti podniků a je předmětem zájmu investorů při hodnocení výhodnosti jejich investice pomocí čisté současné hodnoty nebo vnitřního výnosového procenta

Tržní přidaná hodnota – MVA (Market Value Added)

Kritérium MVA obrací při hodnocení výkonnosti pozornost od měření tokových veličin podniku směrem k informacím, které poskytuje o podniku **trh**. Kritérium je vymezeno jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a kapitálem investovaným do podniku. Tedy:

$$\text{MVA} = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (2)$$

Toto kritérium vychází z konceptu, který vymezuje zvyšování hodnoty podniku pro vlastníka prostřednictvím zvyšování tržní hodnoty podniku. Jako hlavní přednost tohoto kritéria se jeví skutečnost, že hodnota je uznána trhem, tj. nehrozí na rozdíl od informací vykazovaných podnikem její nežádoucí ovlivnění managementem podniku ani chyba při odhadu budoucích toků podniku. Ale ani tento ukazatel není prostý slabých míst:

- ☛ použitelné pouze u firem, s jejichž cennými papíry nebo podíly se obchoduje na veřejných trzích;
- ☛ neodlišuje změny v tržní hodnotě, které jsou zapříčiněny činností firmy a jejího managementu, a změny, které jsou vyvolány celkovým vývojem ekonomiky (trhů s cennými papíry). Není tedy vhodnou základnou pro hodnocení úspěšnosti podnikového managementu;
- ☛ nezohledňuje další změny hodnoty podniku pro vlastníky (výplatu dividend, zpětný odkup akcií od vlastníků, atd.);
- ☛ nezohledňuje očekávání investorů – nezahrnuje požadovanou míru výnosnosti investovaného kapitálu;

- ☛ není transformovatelné za účelem měření výkonnosti na nižší úrovně podnikové struktury.

Exces Return

Na výše uvedenou kritiku MVA reaguje kritérium Excess Return. Kritérium vyjadřuje rozdíl mezi skutečnou a očekávanou hodnotou bohatství vlastníků. Tedy:

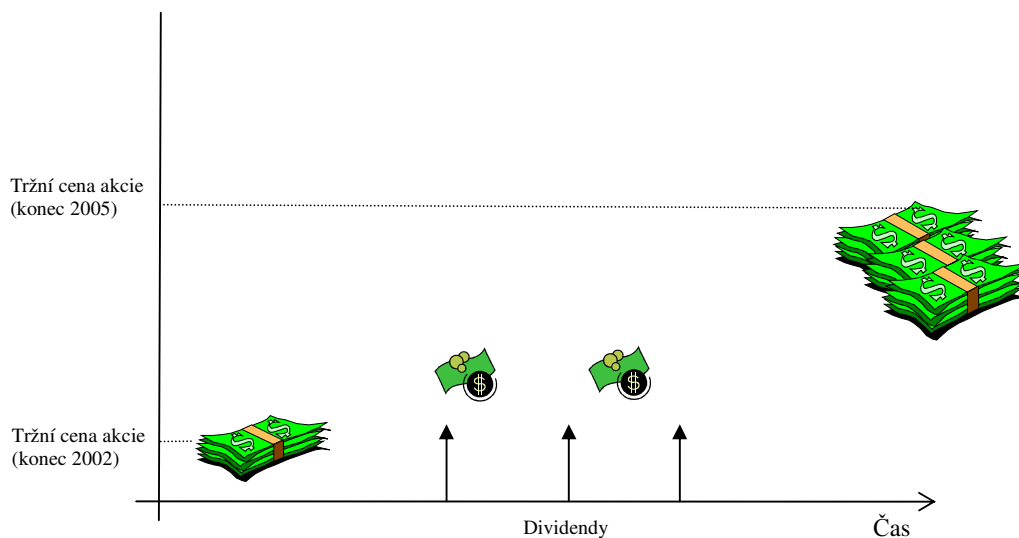
$$\text{Excess Return}_n = \text{skutečná hodnota}_n - \text{očekávaná hodnota}_n \quad (3)$$

Skutečná hodnota vyjadřuje budoucí hodnotu přínosů firmy pro vlastníky, která je tvořena zejména budoucí hodnotou vyplacených dividend, odkoupených akcií a tržní cenou podílu v podniku ke konci sledovaného období. Očekávaná hodnota vyjadřuje očekávanou hodnotu investovaného kapitálu na konci sledovaného období.

I tento ukazatel je však zatížen jistými nedostatky. Je možné jej použít pouze pro veřejně obchodovatelné společnosti, jeho konstrukce je založena na stavových veličinách, nelze jej aplikovat na nižší úrovně podnikového managementu a v neposlední řadě neodlišuje vlivy ovlivnitelné manažery od vnějších faktorů.

Celkové jmění akcionářů – TSR (Total Shareholder Return)

Jedná se o ukazatel, který dokáže přímo měřit změny v bohatství akcionářů v daném období. TSR je funkcí výše vyplacených dividend (příp. zpětných odkupů akcií) a zvýšení nebo snížení ceny akcie na konci období v porovnání se začátkem období. V procentuálním vyjádření je obdobou ukazatele Excess Return, který dává výsledek v absolutním vyjádření. Ve své podstatě odpovídá pojetí vnitřního výnosového procenta. Jeho princip je ilustrován na následujícím schématu:



Obr. 2. Princip ukazatele Total Shareholder Return (TSR) [vlastní zpracování]

Ekonomická přidaná hodnota – EVA (Economic Value Added)

Vzhledem k tématu této práce bude tento ukazatel zpracován podrobněji dále v samostatné kapitole.

Přidaná hodnota pro akcionáře – SVA (Shareholder Value Added)

Toto kritérium je založeno na predikci budoucích toků – odráží přístup k podniku jako specifickému druhu investice přinášející vlastníkovvi volné peněžní toky. Lze jej vyjádřit vztahem:

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (4)$$

kde: SV_thodnota podniku pro vlastníky v čase t

přičemž: SV = současná hodnota CF z operativní činnosti pro prognózované období + současná hodnota reziduální (zbytkové) hodnoty podniku ke konci prognózovaného období + tržní cena neoperativních aktiv – cizí zdroje

Rentabilita investic stanovená na podkladě peněžních toků – Cash Flow on Investment (CFROI)

Ukazatel CFROI srovnává peněžní tok společnosti plynoucí akcionářům s celkovými vloženými aktivy, které tento tok vytvářejí. Nejdříve se měří peněžní toky plynoucí všem vlastníkům kapitálu upravené o inflaci a srovnávají se s **inflačně upravenými** hrubými investicemi, které vložili akcionáři. Poměr hrubých peněžních toků a hrubých investic se pak používá ke zjištění vnitřního výnosového procenta. K tomu je zapotřebí určit délku ekonomické životnosti odepisovaných aktiv a zůstatkovou hodnotu neodepisovaných aktiv. CFROI je potom vnitřní výnosové procento (IRR), kde je znám investovaný kapitál, příjmy v jednotlivých letech, budoucí hodnota neodepisovaných aktiv a doba životnosti investice. Podstata tohoto měřítka výkonnosti je znázorněna na obrázku č. 3.



Obr. 3. Schéma konstrukce ukazatele CFROI [17]

Pro výpočet ukazatele se používá vztah:

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1 + CFROI)^t} + \frac{NA}{(1 + CFROI)^n} \quad (5)$$

kde: Iinvestice (brutto)
 BCFbrutto cash flow v jednotlivých letech upravené o inflaci
 NAhodnota neodepisovaných aktiv
 ndoba ekonomické životnosti
 tjednotlivé roky budoucího období n [12]

2 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA)

Pojem ekonomická přidaná hodnota se v posledních letech stále více prosazuje jak v ekonomické teorii, tak, a to zejména, v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Autoři metody EVA jsou Američané Stewart a Stern, kteří také metodu podrobně rozpracovali. Je však třeba poznamenat, že metoda EVA je jen konkrétním, i když velmi rozvedeným zpracováním myšlenky, která se v ekonomické literatuře i praxi objevuje již celé jedno století. [8]

Jedná se o to, že je třeba rozlišovat mezi ziskem, který vykazuje účetnictví, a tzv. ekonomickým ziskem. **Ekonomický zisk** dosahuje společnost tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu – především náklady na vlastní kapitál. Myšlenka takto koncipovaného zisku se objevuje již u starších anglických autorů (Marshall). Až donedávna však nebyla známa metodika, kterou lze spolehlivě ekonomický zisk v podniku určit. Jak napsal Peter Drucker v Harvard Business Review:

„Dokud podnik nedosahuje zisku, který je vyšší než náklady na kapitál, je výsledkem ztráta. Nezáleží na tom, že platí daně, jako kdyby měl skutečný zisk. Podnik stále vrací do ekonomiky méně, než kolik spotřeboval. Dokud netvoří hodnotu, ničí ji.“ [21]

Konstrukce založená na ekonomickém zisku dává tomuto ukazateli jisté výhody:

- ☞ zahrnuje náklady investovaného vlastního kapitálu
- ☞ zahrnuje pouze výnosy a náklady, které jsou spojeny s hlavní podnikatelskou činností
- ☞ při výpočtu nákladů kapitálu bere v úvahu pouze kapitál, který je vázaný v aktivech využívaných v hlavní podnikatelské činnosti – a to pouze kapitál investorů, kteří očekávají výnos z jeho alokace do podniku
- ☞ může sloužit jako měřítko výkonnosti podniku
- ☞ může být využita jako koncept řízení – propojení všech činností podniku i lidí účastnících se těchto procesů, a to jedním základním kritériem – zvýšit hodnotu vložených prostředků
- ☞ EVA může sloužit v systému odměňování manažerů, atd.

Pokud jsem zmínil výhody tohoto ukazatele, musím na tomto místě také uvést jeho nedostatky:

- ☛ nezahrnuje vliv inflace
- ☛ často problematické stanovení čistého provozního zisku (NOPAT) může způsobit určité nepřesnosti. Stern a Stewart identifikovali 164 možných úprav účetních údajů! Zkušenosti však ukazují, že ve většině případů stačí méně než 15 úprav (často kolem pěti).
- ☛ problém vyčíslení nákladů na kapitál – zvláště pak vlastní. Použití žádného z modelů nedává jednoznačný výsledek.
- ☛ aplikace může vést k preferenci rozhodnutí vedoucích např. k omezení investičních aktivit a tím krátkodobého zvýšení hodnoty EVA
- ☛ EVA je absolutní ukazatel, což ztěžuje jeho porovnání. Ale právě kvůli tomu, že jde o konkrétní číslo, jej lze samostatně využít jako kritérium hodnocení (nepotřebuje srovnávací standard). Je tedy zřejmé, že pouhé porovnání absolutní výše EVA není vhodné pro srovnání dvou podniků. Tento problém má ale jednoduché řešení: porovnání růstu (velikosti změny) EVA v jednotlivých letech. [7]

Pro úplnost jsem zahrnul přehledné porovnání výkonnostních měřítek do přílohy č. 1.

2.1 Výpočet EVA

V této části popíši dva přístupy k výpočtu EVA. První, ekonomický model, vychází plně z poznatků Stewarta a Sterna. Druhý, tzv. účetní model, vychází z účetních dat a jeho výpočet je výrazně jednodušší. Toto zjednodušení samozřejmě působí na výslednou „kvalitu“ ukazatele. V našich podmínkách se mu ale dává přednost a tento způsob používá také Ministerstvo průmyslu a obchodu. U obou ukazatelů je však společná snaha určit, jak firma za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

2.1.1 Ekonomický model

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Kritérium se nejčastěji vyjadřuje takto:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - C * \text{WACC} \quad (6)$$

kde: NOPAT..... Net Operating Profit After Taxes – zisk z hlavní (operativní) činnosti po zdanění

C Capital – kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána v hlavní (operativní) činnosti = NOA (Net Operating Assets – čistá operativní aktiva)

WACC Weighted Average Costs of Capital – průměrné vážené náklady kapitálu

Jiný způsob vyjádření ekonomické přidané hodnoty může být následující:

$$\text{EVA} = (\text{RONA} - \text{WACC}) * C \quad (7)$$

kde RONA je rentabilita čistých operativních aktiv (NOPAT/C)

Vzhledem k tomu, že právě tento model budu aplikovat na danou firmu, uvedu zde úpravy nutné k vymezení položek ze vzorce 6.

Vymezení C (NOA)

Východiskem pro výpočet NOA je rozvaha. Je nutné:

- z aktiv vydělit neoperativní aktiva
- aktivovat položky, pokud možno v tržním ocenění, které nejsou v aktivech vykazovány
- aktiva snížit o neúročený cizí kapitál

Při určování **neoperativních aktiv** je často problém stanovit, která aktiva mají operativní charakter a jsou tedy nezbytná pro činnost podniku. Zvláštní důraz se klade na tyto položky:

1. Finanční majetek – vyloučíme v případě, že má charakter strategické rezervy, nebo v případě, že dosahuje vyšší částky, než je z hlediska provozu nutné. Provozně nutnou úroveň peněžních prostředků můžeme odhadnout např. absolutní částkou, či pomocí žádoucí úrovně poměrového ukazatele peněžní likvidity.

2. Finanční investice – kritériem pro rozhodnutí by měl být účel těchto finančních investic a charakter spojení mezi podniky, které se pomocí finančních investic vytvořilo. Pokud mají finanční investice portfoliový charakter, měly by být z NOA vyčleněny. Naopak pokud došlo k propojení mezi hlavní činností analyzované společnosti a společností, do kterých bylo investováno, pak se doporučuje takovou investici v NOA ponechat.
3. Nedokončené investice – tento majetek je obvykle provozně potřebný. Protože však není k dispozici pro tvorbu současných výsledků hospodaření, měl by být vyčleněn z NOA.
4. Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti – jedná se o nevyužité či pronajaté pozemky a budovy; pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku; majetek provozně málo využitelný (nepotřebné zásoby, nedobytné, ale vykazované pohledávky, ...). Vyloučen by měl být i majetek, který svou povahou patří mezi potřebný, ale podnik jím disponuje v nadbytečném množství.

U **aktivace položek**, které v rozvaze chybí, se zaměřujeme především na:

1. Finanční leasing – aktivujeme pokud možno v tržní hodnotě
2. Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv (pohledávky a zásoby). U zásob používáme tržní ceny. U pohledávek zvažujeme, zda jsou nadhodnoceny nebo podhodnoceny z titulu tvorby opravných položek.
3. Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku. Zde vzniká problém z důvodu používání historických cen. Ty by měly být upraveny na reprodukční ceny (snížené o reálné opotřebení).
4. Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky – jedná se především o náklady na výzkum a vývoj, reklamu, logistiku, restrukturalizaci podniku, atd.
5. Goodwill – souhrnná hodnota všech nehmotných aktiv, která nejsou individuálně identifikovatelná a váží se k podniku jako celku.
6. Tiché rezervy (vytvořené úmyslně) – pokud vedení podniku úmyslně snižuje hodnotu aktiv nebo vytváří nadbytečné rezervy, je třeba je zařadit formou ekvivalentů vlastního kapitálu do vlastního kapitálu.

Z aktiv vyjmeme též neúročený cizí kapitál:

1. krátkodobé závazky
2. pasivní položky časového rozlišení
3. nezaplatněné dlouhodobé závazky

Vymezení NOPAT

Nejdůležitější zásadou pro určení NOPAT je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Jsou-li určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, musíme jejich náklady a výnosy zařadit do výpočtu NOPAT.

Pro určení výše NOPAT vyjdeme z **výsledku hospodaření z běžné činnosti** a provedeme následující úpravy:

1. Vyloučíme z finančních nákladů *placené úroky* jejich přičtením zpět k výsledku hospodaření. Při jejich ponechání by se ve výpočtu EVA projeví dvakrát. Jednou při snížení NOPAT, podruhé v nákladech kapitálu.
2. Vyloučíme *mimořádné* položky, např. položky, které se svou výší nebudou opakovat (odstupné pro větší počet zaměstnanců, prodej dlouhodobého majetku a jejich vliv na náklady a výnosy, rozpouštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku, ...)
3. Započítáme *vliv změn vlastního kapitálu*. Zde se projeví především vyloučení nákladů na výzkum a vývoj a jejich nahrazení odhadem odpisů a zvýšení či snížení opravných položek na zásoby a pohledávky.
4. Ve vazbě na provozně finanční majetek rozhodneme, v jaké míře je žádoucí odpovídající *finanční náklady a výnosy* v NOPAT ponechat.
5. NOPAT představuje *zdaněný* operativní zisk, proto je nutné opravit výši daně. Nejpřesnější výsledek získáme, vyjdeme-li ze splatné daně pro daný rok a tu snížíme nebo zvýšíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o

kteřé se NOPAT liší v porovnání s výsledkem hospodaření za účetní období z výsledovky.[7]

Výpočet nákladů na kapitál

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je nutné definovat náklady na kapitál. Při kalkulaci EVA se vychází z *vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)*. WACC je určen jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úplatného kapitálu ve tvaru:

$$WACC = N_{CK} * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C} \quad (8)$$

kde: WACC..... vážená průměrná hodnota nákladů kapitálu
 CK..... tržní hodnota úročeného cizího kapitálu
 VK..... tržní hodnota vlastního kapitálu
 C..... tržní hodnota celkového kapitálu (VK + úročené cizí zdroje)
 N_{CK}..... náklady na cizí kapitál:
 $N_{CK} = i * (1 - T)$, kde i – úroková sazba cizích zdrojů, T – daňová sazba
 N_{VK}..... náklady na vlastní kapitál (také označovány r_e)

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Určit tyto náklady však v praxi patří ke složitějším úkolům finančního řízení. Přístup k řešení uvedeného problému je celá řada. Na odhad nákladů vlastního kapitálu se ve vyspělých zemích používá model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), model diskontovaných dividend, postup založený na připočtení rizikové přírážky (složené z rizikové přírážky za podnikatelské, finanční riziko, za sníženou likviditu, příp. další rizika) k bezrizikové úrokové sazbě. Případně se tyto náklady určují na základě průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví. Jejich aplikace je uvedena v praktické části této práce, proto se zde jimi podrobněji zabývat nebudu.

Při stanovení **nákladů na cizí kapitál** je situace o něco jednodušší. Nákladem tohoto kapitálu je úrok, který podnik nese, tj. úrok, který platí podnik věřiteli, snížený o tzv. daňový štít (úroky jsou daňově uznatelný náklad). Pokud je úrok proměnlivý, např. vázán na někte-

rou z vyhlášených bankovních sazeb s pevnou procentní přírážkou, je důležité znát ratingové hodnocení podniku a prognózu základních makroekonomických veličin.

I když výpočet nákladů na kapitál nebude přesný, je pro podnik podstatně důležitější uvědomit si skutečnost, že kapitál něco stojí, že není zadarmo. [12, 7]

2.1.2 Účetní model

Vzhledem ke složitosti úprav účetních výkazů i výpočtu nákladů na kapitál, je u některých podniků nebo institucí provádějících analýzy výkonnosti podniků evidentní snaha o zjednodušení výpočtu EVA.

V ČR se uplatnil model manželů Neumaierových:

$$\mathbf{EVA = \check{C}Z - r_e * VK} \quad (9)$$

Je možná také modifikace:

$$\mathbf{EVA = (ROE - r_e) * VK} \quad (10)$$

Zvlášť vhodné pro srovnání v čase nebo mezi podniky je tzv. **spread** ($ROE - r_e$). Je nutné však připomenout, že tento přístup vychází z neupravených účetních veličin zisku po zdanění a vlastního kapitálu podniku. Proto lze brát výsledky výpočtu pouze jako orientační a využívat tento přístup pouze v případě, že nejsou dostupná data pro úpravy. [25]

2.2 Využití ukazatele EVA

Ukazatel EVA se stal nejvíce rozšířeným *měřítkem výkonnosti* při aplikaci hodnotového řízení. Mezi jeho přednosti patří také jeho mnohostranné využití. Několik variant využití tohoto ukazatele zde proto vyjmenuji:

1. *Využití pro investiční rozhodování* – celopodnikové zavedení modelu investičních kalkulací na bázi EVA nabízí možnost sjednotit investiční kalkulace napříč celým podnikem.

2. *Využití EVA pro ocenění podniku* – oceňování podniku pomocí EVA je významné především proto, že postihuje hlavní faktory tvorby hodnoty podniku (tržní hodnota podniku = investovaný kapitál + současná hodnota budoucích EVA)
3. *Využití EVA pro odměňování* – s použitím ukazatele EVA lze sjednotit cíle a zájmy vlastníků s cíli a zájmy managementu.
4. *Základ integrovaného systému finančního řízení ve společnosti* – ukazatel EVA je potřeba propojit s klíčovými strategickými cíli a provozními kritérii. K tomu slouží manažerský nástroj EVA Drivers (propojení ukazatele EVA s položkami výsledovky a rozvahy a klíčovými provozními strategickými charakteristikami). Ukazatel EVA je pak jednotícím prvkem systému spojujícím různé oblasti a funkce společnosti. S jeho pomocí lze sladit úsilí směřující ke zvýšení výkonnosti společnosti.
[17]

3 KOMPLEXNÍ PŘÍSTUP K MĚŘENÍ VÝKONNOSTI

V minulosti byla vývoji ukazatelů věnována poměrně malá pozornost. Byly používány ukazatele založené na čistě ekonomických kritériích, posuzujících vývoj ekonomických veličin a změny v majetku a eventuálně kapitálu podnikatelských subjektů.

Základním problémem hodnocení společnosti na základě **ekonomických** ukazatelů je disproporce, že toto hodnocení podává především **retrospektivní** pohled na hodnocený subjekt a jeho vypovídací schopnost o perspektivách společnosti je omezena. Klasické finanční ukazatele obvykle nezahrnují samostatné hodnocení takových činitelů, jako je míra inovativnosti, růst podnikové intelektuální základny, úroveň spokojenosti zákazníků, míra motivace zaměstnanců, apod.

Možností, jak identifikovat faktory podílející se na rozvojovém potenciálu společností, je zavést další skupinu **mimoekonomických ukazatelů**, jejichž prostřednictvím by byly interpretovány cíle výkonnostního růstu společností.

Zahrnutím i mimoekonomických ukazatelů vzniká **komplexní přístup k měření výkonnosti**. Cílem zde již není primárně měřit výkonnost, ale řídit výkonnost společnosti, a to záměrným ovlivňováním faktorů výkonnosti. V souvislosti s aktuálními pohledy na prosperitu společnosti nabývá na významu vytváření konkurenční výhody, což výrazně posiluje inovační aktivity a rozvojový potenciál společnosti. Tento trend se odráží ve struktuře ukazatelů sloužících ke komplexnímu hodnocení firem.

Nechci se zbytečně vzdalovat od zadání a cílů této práce, ale přesto uvedu dva příklady komplexního přístupu k měření výkonnosti firem. Domnívám se totiž, že jakkoli dokonalý ukazatel nemůže zůstat osamocen při hodnocení výkonnosti firmy – vždy musí být součástí určitého systému popřípadě doplněn dalšími. Jen tak je možné získat úplný a pravdivý obraz o naplňování cílů podniku.

3.1 Evropský model podnikatelské úspěšnosti (EFQM)

Model EFQM vznikl jako nástroj pro úspěšné řízení firem a jeho prostřednictvím dochází rovněž k cílenému a systematickému uspokojování potřeb zákazníků společnosti. Tím plynuje navazuje na systém certifikací ISO 9000, který klade důraz na procesní řízení podniku,

na měření výsledků těchto procesů a neustálé zlepšování ve firmě. Principy hodnocení a příslušná kritéria vypracovala na počátku tohoto desetiletí Evropská nadace pro management kvality (European Foundation for Quality Management) se sídlem v Bruselu. Nadace každoročně udílí prestižní cenu za jakost (The European Quality Award – EQA) nejlepším podnikům. Model je založen na devíti kritériích, které nesměřují hodnocení jen do oblasti jakosti výrobků či služeb (management kvality), nýbrž i do sféry hodnocení úrovně řízení a fungování firmy, tzn. **kvality managementu**. V posledním období se k modelu začínají pozitivně stavět i struktury EU.

Součástí modelu je též jednoduchá metodika určující, jak má organizace postupovat na cestě k úspěšnosti označovaná jako RADAR. Společnost má určit svoje cíle (**R**esults), dále zvolit vhodné přístupy (**A**pproach) pro dosažení cílů a takto určené přístupy rozvíjet (**D**evelopment), dále má hodnotit (**A**ssesment) a přezkoumávat (**R**eview) fakticky dosažené výsledky.

Hlavní oblasti – kritéria jsou: vůdcovství, politika a strategie, personální řízení, zdroje a partnerství, procesy, spokojenost zaměstnanců, spokojenost zákazníků, vliv na společnost a měření výkonnosti společnosti. [17]

3.2 Model Balanced Scorecard

Balanced Scorecard (BSC) je účelově strukturovaný model strategie společnosti a nástroj její implementace, který s využitím finančních a nefinančních strategických cílů, ukazatelů výkonnosti, příslušných indikátorů a strategických iniciativ, popisuje představu o budoucnosti společnosti a způsobu jejího naplňování konkrétními akcemi a rozhodnutími. Jde o průmět poslání a vize do akcí tak, aby se staly integrální částí strategického řízení a podporovaly dosažení finančních cílů – dominantních zájmů vlastníků (akcionářů). BSC má za cíl vytvářet předpoklady pro jednoznačnou formulaci strategie a její shodné vnímání v celé společnosti, průhledně a jasně propojit dlouhodobé strategické cíle a způsob jejich zabezpečení v podnikatelském plánu. Tento přístup umožňuje jak řídicím pracovníkům, tak i zaměstnancům nalézt svoji pozici v řetězci tvorby hodnoty a identifikovat přínosy pro společnost dosažením dílčích cílů, které jsou propojeny s výkonností a směřují k naplnění finančních cílů společnosti. Systém BSC zaměřuje úsilí na provádění změn, které prokaza-

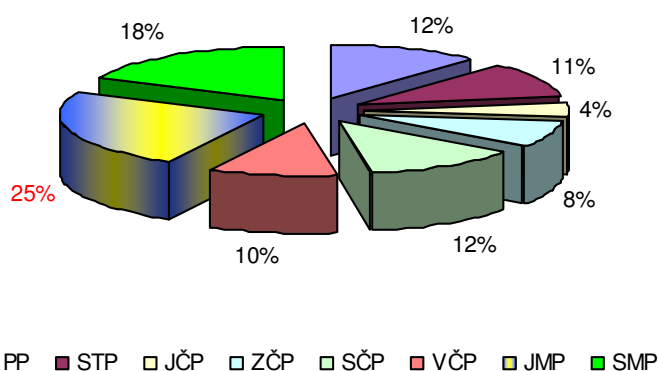
telně podporují tvorbu přidané hodnoty interních procesů. Přitom podporuje vytváření zpětné vazby postupem, který respektuje proces „učení se“ společnosti, tj. prověřování stávající strategie (včetně ukazatelů, indikátorů, iniciativ a akcí) a její trvalou kontinuální aktualizaci.

Model BSC je založen na čtyřech kritériích – tzv. perspektivách: finanční perspektiva, zákaznická perspektiva, perspektiva interních procesů a perspektiva učení se a růstu. [12]

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 JIHOMORAVSKÁ PLYNÁRENSKÁ, A.S.

Jihomoravská plynárenská, a.s. (dále JMP, a.s.) je největší regionální plynárenskou distribuční společností v České republice, která zabezpečuje dodávku zemního plynu zákazníkům všech kategorií v krajích Jihomoravském, Zlínském, Vysočina a částečně i Olomouckém, Pardubickém a Jihočeském. Má největší počet zákazníků v rámci České republiky a dosáhla nejvyššího objemu prodeje zemního plynu v České republice, jak dokládá graf.



Obr. 4. Podíl regionálních distribučních společností (RDS) na spotřebě zemního plynu v ČR [22]

4.1 Historie společnosti

Historie společnosti je velmi dlouhá, a proto zmíním je ty opravdu nejdůležitější mezníky ve vývoji společnosti.

V roce **1840** byla v Brně ustavena „Brněnská společnost pro osvětlování plynem“. 24. ledna byla uvedena do provozu plynárna pro osvětlení ulic Brna svítiplynem. Tato plynárna byla postavena souběžně s plynárnou v Praze - Karlíně. Ve městě Brně bylo rozsvíceno 200 plynových lamp, které nahradily olejové osvětlení, dosud v ulicích užívané.

Po 2. sv. válce byla plynárna v Brně prakticky zcela zničena, když byla při opakovaných leteckých úderech zasažena celkem 38 pumami. Do provozu byla znovu uvedena až v listopadu 1945. 24. října 1945 podepsal prezident Beneš dekret o znárodnění dolů, některých

průmyslových podniků a plynáren. Organizačně byly plynárenské podniky začleněny do energetických závodů (ČEZ) v Praze.

1. ledna 1994 byly Jihomoravské plynárny transformovány do Jihomoravské plynárenské, a.s. - počátek nové éry společnosti.

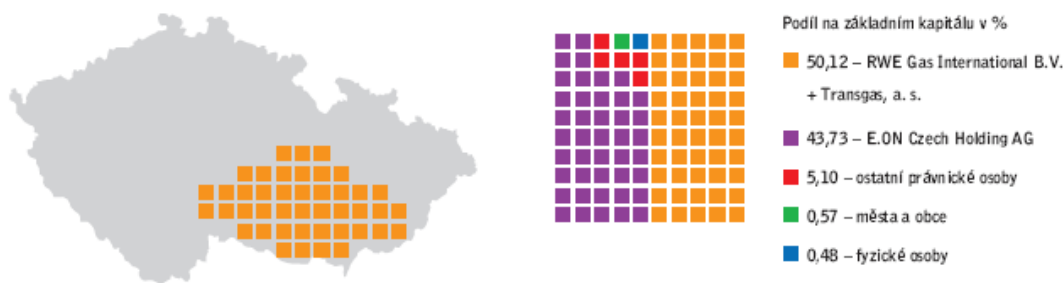
1. dubna 2001 začala JMP, a.s., účtovat svým zákazníkům dodávky zemního plynu místo v dosavadních metrech kubických v kilowatthodinách. V České republice byl zahájen největší evropský privatizační projekt plynárenství.

V roce 2002 Fond národního majetku České republiky a německá společnost RWE Gas AG podepsali smlouvu o prodeji společnosti Transgas, a.s., a regionálních distribučních společností včetně Jihomoravské plynárenské, a.s. Bylo otevřeno moderní zákaznické centrum v Brně. [26]

4.2 Předmět činnosti

Posláním společnosti je zásobování zákazníků zemním plynem a poskytování profesionálních služeb, souvisejících s dodávkou tohoto druhu energie; správa, provoz, údržba a rekonstrukce distribuční soustavy; dispečerské řízení této soustavy.

Jihomoravská plynárenská, a.s., je největší regionální plynárenskou distribuční společností v České republice s více než 25% podílem na trhu. Zabezpečuje dodávku zemního plynu zákazníkům v krajích Jihomoravském, Zlínském, Vysočina a částečně i Olomouckém, Pardubickém a Jihočeském.



Obr. 5. Působnost JMP, a.s. v rámci ČR a struktura hlavních akcionářů [26]

4.3 Charakteristika plynárenství v ČR

Plynárenství se zásadně odlišuje od odvětví elektroenergetiky a teplárenství, a to tím, že se jedná o trh, který je téměř stoprocentně závislý na cizích zdrojích. Český plynárenský trh je složen z jedné přepravní společnosti – společnost RWE Transgas, a.s. (RWE TG) a dále z osmi regionálních distribučních společností (RDS), jejichž zařízení je přímo napojeno na přepravní soustavu – Pražská plynárenská, a.s. (PP), Středočeská plynárenská, a.s. (STP), Jihočeská plynárenská, a.s. (JČP), Severočeská plynárenská, a.s. (SČP), Západočeská plynárenská, a.s. (ZČP), Východočeská plynárenská, a.s. (VČP), Jihomoravská plynárenská, a.s. (JMP) a Severomoravská plynárenská, a.s. (SMP). Mimo JČP a PP patří všechny ostatní regionální distribuční společnosti a přepravní společnost do plynárenské skupiny RWE Group.

Vlastní zdroje zemního plynu v ČR tvoří méně než 1 % domácí spotřeby. Jedná se především o těžbu zemního plynu na jižní Moravě (do distribuční sítě bylo v roce 2004 dodáno 41,7 mil.m³) a o tzv. degazační plyn z černouhelných dolů na severní Moravě (dodáno 8,1 mil.m³). Je tedy nutné zemní plyn dovážet, převážnou většinu z Ruska prostřednictvím firmy Gazexport a menší měrou z Norska od konsorcia místních producentů (Mobil Exploration Norway, Norsk Agip, Norsk Hydro, Norske Conoco, Statoil, TotalFinaElf). ČR je důležitou spojnici mezi východní Evropou, Ruskem a západní Evropou (Německo, Francie), to je dáno tím, že přes naše území vede „Tranzitní plynovod“ spojující ruská těžební pole s odběrateli na západě. Plynárenská soustava ČR je tak podstatnou měrou založena na tranzitu, který v současné době zajišťuje na vstupu cca 120 mil.m³/den při 20 °C tranzitovaného plynu. Tranzitní soustava je zároveň z části využívána pro domácí přepravu, pro porovnání se jedná o cca 30 mil.m³/den (20 °C) přepravovaného plynu.

V současné době je pro tuzemskou spotřebu využíváno sedm podzemních zásobníků plynu, které jsou na území ČR, a dále jeden zahraniční podzemní zásobník na Slovensku. Schopnost vytvořit zásobu pro zimní období se pohybuje kolem jedné čtvrtiny celkové roční spotřeby zemního plynu. Poměr skladovací kapacity k celkové roční spotřebě je tak v evropském porovnání nadprůměrný. Z následujícího obrázku je patrný systém plynárenské soustavy spolu se systémem podzemních zásobníků v ČR. Na vstupu do České republiky je

hraniční předávací stanice (HPS) Lanžhot na hranicích se Slovenskem. Na opačné straně plynovodu na hranicích s Německem je HPS Waidhaus a HPS Olbernhau. [22]



Obr. 6. Systém plynárenské soustavy a podzemních zásobníků v ČR [22]

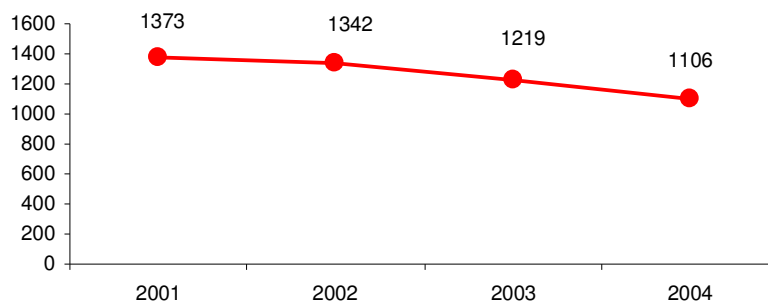
4.3.1 Konkurence v odvětví

Na trhu zásobování energiemi v regionu jižní Moravy působí celá řada konkurenčních subjektů, přičemž ke střetu v boji o zákazníka dochází především mezi plynárenskými, elektroenergetickými a teplárenskými podniky. Konkurence uvnitř plynárenského odvětví je poměrně nízká – je determinována regionálním vymezením působnosti plynárenských distribučních společností. Tato situace byla závěrem roku 2001 podpořena rozhodnutím vlády České republiky o privatizaci českého plynárenství jako celku ve prospěch jednoho strategického investora. Za klíčový faktor konkurenceschopnosti zemního plynu považuje JMP, a.s., jeho cenovou relaci k substitučním palivům, jelikož investiční rozhodování budoucího zákazníka při volbě energetického média je do značné míry ovlivněno budoucími provozními náklady na toto médium (ať již pro vytápění, ohřev TUV, vaření, technologické účely, výrobu elektrické energie, chladu nebo pro jiné účely).

4.4 Zaměstnanci

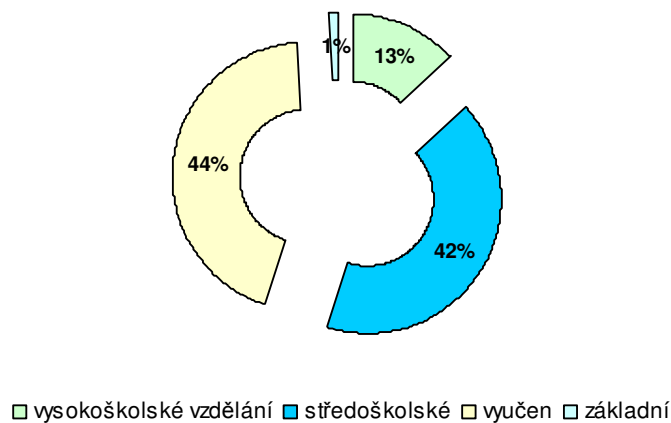
Vzhledem k restrukturalizačním opatřením se počet zaměstnanců snižuje (viz. graf níže).

V roce 2004 průměrná mzda ve společnosti dosahovala výše 23 212,- Kč.



Obr. 7. Vývoj počtu zaměstnanců JMP, a.s. v letech 2001 – 2004

Společnost klade důraz na splnění kvalifikačních předpokladů pro pozice vyžadující odborné plynárenské a legislativní vzdělání. Vybraní jedinci proto absolvují kurzy manažerských dovedností, profesní rozvojové semináře zaměřené na komunikaci se zákazníky a týmovou spolupráci.



Obr. 8. Kvalifikační struktura zaměstnanců společnosti

4.5 Budoucnost

Dlouhodobou strategií společnosti je:

- udržet i po roce 2007 tradičně silnou pozici na plně liberalizovaném trhu se zemním plynem;
- zůstat dlouhodobě stabilní a výnosnou investicí pro akcionáře;
- vyhledávat doplňkové rozvojové projekty, které by mohly vhodným způsobem rozšířit oblast podnikání JMP, a.s.

4.5.1 Obchod se zemním plynem

Společnost si chce udržet stávající portfolio zákazníků i na otevřeném trhu, rozšířit prodej plynu novým zákazníkům a zákaznickým skupinám. V rámci této strategie je připravován nový typ smluvních vztahů zejména pro zákazníky z oblasti velkooběru. Pro všechny zákazníky jsou připravovány nové produkty, které vyjdou vstříc jejich individuálním potřebám a budou přitom reflektovat podmínky liberalizovaného trhu.

4.5.2 Finanční záměry

V rámci finanční strategie bude společnost dále pokračovat v již započatém zvyšování efektivity ve všech svých činnostech. Hlavními cíli jsou:

- být kapitálově silná a stabilní firma
- optimalizace a racionalizace využívaných aktiv a vnitřních procesů
- racionalizace všech nákladových položek
- směřování investic do hlavního předmětu podnikání
- trvale zvyšující se výnosnost akcií [26]

5 FINANČNÍ ANALÝZA

Jihomoravská plynárenská, a.s. vznikla 1. ledna 1994. Firmu lze zařadit podle klasifikace odvětvových a ekonomických činností do OKEČ 40 (Výroba a rozvod elektřiny, plynu a tep. energie). Pro potřeby této finanční analýzy byly použity hodnoty let 2001 – 2004. Údaje za rok 2005 nebyly použity ze dvou důvodů. V první řadě byly již zpracovány podle mezinárodních účetních standardů (IAS/IFRS). Při užití těchto dat by byla porušena základní zásada zpracování finanční analýzy – zásada konzistence (metodické stálosti). Druhým důvodem bylo jejich pozdní zveřejnění. Údaje jsou uvedeny v tisících Kč.

5.1 Použitý postup při finanční analýze

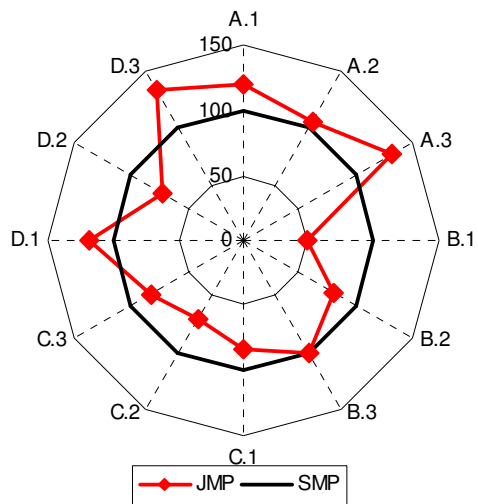
Při analýze je vždy primární analýza účetních výkazů, tzn. rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. Následuje zhodnocení všech složek finanční rovnováhy: zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity. To předpokládá výběr vhodných finančních kritérií (ukazatelů), jejich správné naplnění z finančních výkazů a porovnání jejich hodnot v čase a se situací v odvětví, do kterého analyzovaný podnik patří. Porovnání těch nejvýznamnějších ukazatelů jsem shrnul formou Spider grafu – zde jsem kromě srovnání s odvětvím použil benchmarku se SMP, a.s., coby druhou největší plynárenskou společností (měřeno podle objemu prodaného zemního plynu). Pro doplnění jsem použil také některých ostatních ukazatelů a souhrnných ukazatelů. Kvůli srovnatelnosti s odvětvím jsem do výpočtů nezahrnul mimorozvahové položky – jde především o majetek pořízený formou leasingu. Tyto a jiné úpravy jsem provedl při výpočtu ekonomického modelu EVA (viz. dále). Závěr představuje shrnutí a interpretaci výsledků. Pro svou obsáhlost jsem výpočty finanční analýzy zahrnul do přílohy č. 2.

5.2 Spider graf

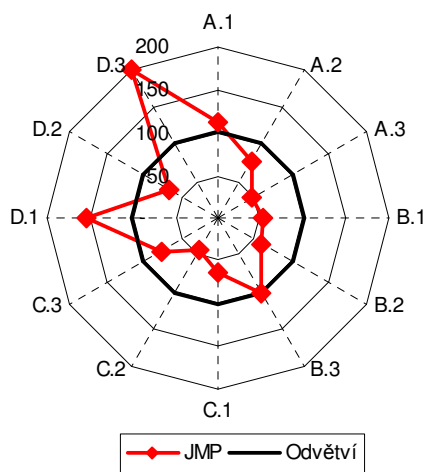
Spider graf umožňuje rychlé a přehledné vyhodnocení postavení určitého podniku v řadě ukazatelů vzhledem k odvětvovému průměru (možné však je i srovnání s nejlepším, nebo konkurenčním podnikem). Hodnota ukazatele pro analyzovaný podnik je vyjádřena jako procentní podíl hodnoty odvětví, do kterého podnik náleží, nebo použitého benchmarku. U ukazatelů, které je žádoucí minimalizovat (např. doba inkasa pohledávek), počítáme převrácenou hodnotu. Zvláštní pozornost se musí věnovat ukazatelům, které mají nabývat optimální hodnoty (ukazatele likvidity). Příliš vysoké hodnoty různých stupňů likvidit totiž spíše svědčí o jejich neefektivním umístění v oběžném majetku.

Tab. 2. Kritéria Spider grafu pro rok 2004

Porovnání roku 2004		JMP, a.s.	SMP, a.s.	Odvětví
Rentabilita	A.1 Rentabilita vl. kapitálu	9,9 %	8,2 %	8,8 %
	A.2 Rentabilita celkového kapitálu	6,2 %	5,8 %	8,2 %
	A.3 Rentabilita tržeb	4,6 %	3,5 %	9,9 %
Likvidita	B.1 Běžná likvidita	0,7	1,42	1,33
	B.2 Pohotová likvidita	0,7	0,86	1,15
	B.3 Hotovostní likvidita	0,00007	0,00007	0,21
Zadluženost	C.1 Celková zadluženost	57 %	48 %	36 %
	C.2 Míra zadluženosti	1,33	0,92	0,57
	C.3 Krytí stálých aktiv dlouh. kap.	0,74	0,90	0,98
Obratovost	D.1 Obrat aktiv	0,94	0,80	0,61
	D.2 Obrat pohledávek	2,33	3,24	3,6
	D.3 Obrat zásob	2 146	1 616	19

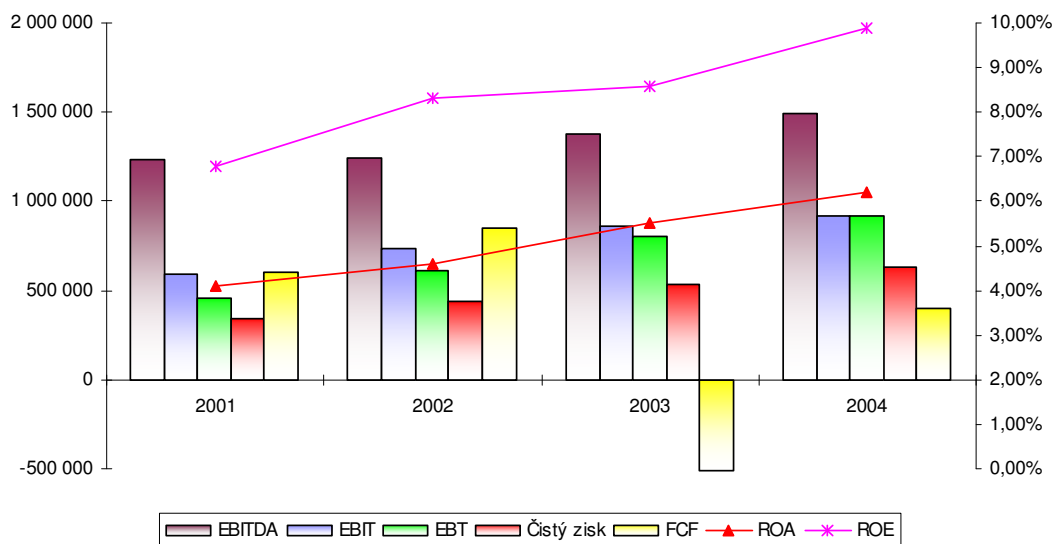


Obr. 9. Spider graf – JMP, a.s. a SMP, a.s.



Obr. 10. Spider graf – JMP, a.s. a odvětví

5.3 Závěr k finanční analýze



Obr. 11. Klasické ukazatele výkonnosti – JMP, a.s.

Firmu je nutné posuzovat vzhledem k odvětví, ve kterém působí, tedy jinak než „klasické“ průmyslové firmy.

Z provedené analýzy mi jednoznačně vyplynuly tyto skutečnosti:

- trvalá finanční stabilita podniku
- převzetí firmy silným zahraničním subjektem a zavedení restrukturalizačních opatření, které se projevily ve zvýšení efektivity a rentability podnikání
- efektivnější nakládání s finančním majetkem prostřednictvím cash poolingů
- radikální snížení cizího úročeného kapitálu a z něj placených úroků

Nyní shrnu hlavní charakteristiky podrobněji. Firma pracuje s obrovským objemem dlouhodobých aktiv. V průběhu sledovaného období se zřetelně projevila snaha o zachování pouze toho majetku, který bezprostředně souvisí s hlavní činností podniku. Nadbytečný majetek je postupně prodáván. Byl zaveden moderní informační systém (mySAP.com), jehož úkolem je nejen zvýšení efektivity vnitropodnikových procesů, ale také kvalitní obsluha zákazníků.

Finanční analýza dále vykazala zvýšenou úroveň zadlužení vůči odvětví i zvolenému benchmarku, ale ani zde není důvod k přehnaným obavám. Na zadluženost mají totiž nejvýznamnější vliv přijaté zálohy. Tyto nelze chápat jako klasické závazky splatné k určitému dni. Naopak zde musím opět poukázat na minimální využití cizího *úročeného* kapitálu. Díky přesnému plánování peněžních toků a využívání systému cash poolingu firma nemá se zadlužením jakékoliv problémy. S tím je také samozřejmě spojena vysoká likvidita podniku – i když to přímo z ukazatelů finanční analýzy nevyplývá.

Analýza také prokázala efektivnější využití majetku společnosti vůči odvětví i vůči použitému benchmarku (SMP, a.s.).

Dále se zde projevila nepoužitelnost souhrnných ukazatelů pro podniky v daném odvětví – ze dvou použitých dává každý z nich naprosto rozdílný pohled na situaci podniku. Důvod je ale zřejmý – nebyly konstruovány pro sledovaný druh podniku. Tyto ukazatele také ztotožňují „nemocný“ podnik s podnikem s ohroženou likviditou. To ale, jak jsem již uvedl, u JMP, a.s. nepřipadá do úvahy – likvidita je sice nižší, než jsou stanovené limity, přesto je ale nad odvětvovým průměrem. Po zavedení cash poolingu pak již o ohrožené likviditě nemůže být řeč vůbec. Tyto zásadní informace však předkládané souhrnné ukazatele nezohledňují.

Vzhledem k tomu, že firma působí na regulovaném trhu, doporučuji následující opatření. Při tvorbě zisku, kdy je strana výnosů regulována, je nutné *zaměřit řízení firmy na její náklady*. Proto by neměla ustávat aktivita zaměřená na zvýšení efektivity každé koruny nákladů. Ať už jde o množství použitého majetku (odprodej přebytečného), přes osobní náklady, až po daňovou optimalizaci. Zvláště v tomto případě, kdy jsou výnosy regulovány, je vhodné důsledně dodržovat principy hodnotového řízení a přijímat jen takové projekty, které vedou ke zvýšení hodnoty firmy pro akcionáře. Proto si myslím, že při posuzování projektů a činností firmy je nutné brát v úvahu náklady, které nejsou přímo v účetním systému zachyceny. Mám na mysli především náklady na *kapitál* firmy (tedy i vlastní!). Protože jen důsledným řízením efektivity vynaložených prostředků může být zachován rostoucí trend zisků společnosti.

Při rostoucí míře deregulace odvětví bude mít také čím dál tím větší vliv na hospodaření firmy zákazník. Proto by měl být za výsledkem každé činnosti firmy právě *spokojený zákazník*.

6 VÝPOČET EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY

6.1 Vymezení čistých operativních aktiv (NOA)

Při výpočtu NOA vycházím z rozvahy (tzv. majetkový přístup), přičemž provedu následující operace, kterými upravuji položky aktiv:

- ↳ aktivace položek, které nejsou v aktivech vykázány
- ↳ vyčlenění neoperativních aktiv
- ↳ snížení aktiv o neúročený cizí kapitál

6.1.1 Aktivace položek

- **Leasing**

JMP, a.s. pořizuje formou leasingu plynárenské zařízení a potrubí. Pro aktivaci leasingu jsem použil hodnotu leasingových závazků ve sledovaném období.

Tab. 3. Závazky z leasingu

(v tis. Kč)	2000	2001	2002	2003	2004
Aktivace leasingu	394 085	297 234	165 286	56 835	8 071

- **Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku**

V této kategorii neprovedu žádnou korekci aktiv, protože se podnik snaží o zachycení reálné hodnoty majetku již ve své rozvaze.

- **Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky**

Jednou z nejdůležitějších položek v této oblasti jsou náklady na výzkum a vývoj. Vzhledem k tomu, že analyzovaný podnik se sám vývojem a výzkumem nezabývá, nebude žádná aktivace provedena.

- **Goodwill**

Tato hodnota nebyla firmou vyčíslena a tudíž jsem ji pro účely této práce neměl k dispozici. Přesto provedu alespoň její hrubý odhad, protože se domnívám, že tato položka není u JMP, a.s. zanedbatelná. Na základě znalostí tržních cen akcií byla výše goodwillu odhadnuta v tabulce č. 4.

Jedná se skutečně o velmi hrubý odhad, protože ani všechny akcie nejsou na veřejném trhu obchodovány. Z celkového počtu akcií 1 493 046, jich je na Burze cenných papírů Praha obchodováno 985 409.

Výsledkem výpočtu budou tedy dvě hodnoty EVA. EVA_1 , která nezohledňuje Goodwill a EVA_2 , která tuto jistě významnou položku zahrnuje.

Tab. 4. Odhad hodnoty Goodwill

	2000	2001	2002	2003	2004
Účetní hodnota majetku (v tis. Kč)	12 861 485	14 257 109	15 980 711	15 777 335	14 733 542
Počet akcií (ks)	1 493 046	1 493 046	1 493 046	1 493 046	1 493 046
Tržní cena akcie (Kč)	2 690	3 255	4 000	3 990	3 990
Goodwill	1 328 811	2 172 382	3 284 701	3 269 771	3 269 771

- **Tiché rezervy (vytvořené úmyslně)**

Vedení podniku úmyslně nesnižuje hodnotu aktiv, ani nevytváří nadbytečné rezervy, proto tato položka výši aktiv neovlivní.

6.1.2 Vyčlenění neoperativních aktiv

- **Krátkodobý finanční majetek**

Krátkodobý majetek vyloučíme v případě, že má charakter strategické rezervy, nebo v případě, že dosahuje vyšší částky, než je z hlediska provozu nutné.

Pro rok 2000 jsem vzhledem k vyšší hotovostní likviditě vůči odvětví (JMP, a.s. – 0,36; odvětví – 0,26) upravil krátkodobý finanční majetek o **661 036,- tis. Kč**. Tím KFM bude ve výši 1 708 285,- tis. Kč.

V roce 2001 provedu úpravu – hotovostní likvidita byla vyšší než průměr v odvětví (JMP, a.s. – 0,28; odvětví – 0,19; úpravu provedu na hodnotu 0,2). Pro rok 2001 je tedy stanovena

výše krátkodobého finančního majetku na 1 600 000,- tis. Kč. Z původní výše tedy vyčlením **641 692,- tis. Kč**.

Pro rok 2002 neprovedu žádnou korekci, protože výše hotovostní likvidity byla totožná s odvětví.

V letech 2003 a 2004 taktéž neprovedu úpravu, i když hodnoty hotovostní likvidity byly výrazně nižší. Domnívám se totiž, že splatnost závazků společnosti není jakýmkoli způsobem ohrožena. Tento ukazatel je nízký kvůli využívání cash pooling, který zabezpečuje na základě pečlivých prognóz cash flow, že firma v okamžik splacení závazku má na jeho krytí dostatečnou hotovost. Tento majetek je tak lépe využit (kumulován na společném účtu v rámci všech společností firmy Transgas, a.s.), a jeho „nedostatečná“ výše na konci roku je tedy naprosto nedůležitá.

▪ Dlouhodobý finanční majetek

Plán managementu společnosti v oblasti dlouhodobého finančního majetku spočívá v jeho postupném odprodeji. Společnost se snaží dosáhnout takového stavu aktiv, který je nezbytně nutný k hlavní činnosti firmy (core business). Proto hodnoty dlouhodobého majetku ve všech letech považuji za nadbytečné a budou tedy z aktiv vyčleněny. Konkrétně se jedná o tyto částky:

Tab. 5. Výše vyčleněného DFM z rozvahy

(v tis. Kč)	2000	2001	2002	2003	2004
DFM	370 314	452 494	10 382	8 220	3 220

▪ Nedokončené investice

Tento majetek je obvykle provozně potřebný. Protože se nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření, měl by být vyčleněn. Tuto část dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku tedy odečtu.

Tab. 6. Vývoj nedokončených investic v letech 2000 – 2004

(v tis. Kč)	2000	2001	2002	2003	2004
Nedokončený DNM	1 223	1 284	961	0	140
Nedokončený DHM	458 365	649 004	126 099	38 376	43 208
Nedokončené investice celkem	459 588	650 288	127 060	38 376	43 348

▪ **Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti**

Jedná se o nevyužité či pronajaté pozemky, budovy nebo nadbytečné zásoby, které je třeba vyloučit. Majetek v této kategorii se pohybuje v řádech milionů, a je tedy pro tento výpočet zanedbatelný – navíc přesné údaje k jednotlivým rokům nejsou k dispozici. Firma se postupně tohoto majetku zbavuje

6.1.3 Neúročený cizí kapitál

Upravená aktiva je nutné snížit o pasiva, která nejsou úročena. Patří mezi ně především tyto položky: krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení, nezaplatněné dlouhodobé závazky. V následující tabulce jsou uvedeny neúročené cizí zdroje JMP, a.s.

Tab. 7. *Struktura neúročeného cizího kapitálu*

(v tis. Kč)	2000	2001	2002	2003	2004
Rezervy	33 872	42 982	105 082	226 303	103 470
Dlouhodobé závazky neúročené	-	-	-	-	73 839
Krátkodobé závazky	6 419 767	7 518 662	9 453 893	9 372 298	8 237 545
Časové rozlišení pasiv	85 721	469 259	-	-	-
CELKEM	6 539 360	8 030 903	9 558 975	9 598 601	8 414 854

Kompletní dopady do majetkové struktury jsou shrnuty v následující tabulce:

Tab. 8. *Vymezení NOA v jednotlivých letech*

(v tis. Kč)	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>6 367 146</i>	<i>6 415 979</i>	<i>7 035 183</i>	<i>8 837 563</i>	<i>8 575 210</i>
DNM	57 785	58 304	89 434	82 887	58 855
DHM	6 309 361	6 357 675	6 945 749	8 754 676	8 516 355
DFM	0	0	0	0	0
Zásoby	79 927	63 548	46 304	18 740	6 339
Pohledávky	3 358 133	4 448 031	5 819 388	6 632 730	5 819 302
Krátkodobý fin. majetek	1 708 285	1 600 000	2 809 950	1 263	625
Časové rozlišení	251 141	282 311	297 730	297 278	293 569
(-) Neúročené závazky	6 539 360	8 030 903	9 558 975	9 598 601	8 414 854
NOA₁	5 225 272	4 778 966	6 449 580	6 188 973	6 280 191
NOA₂	6 554 083	6 951 348	9 734 281	9 458 744	9 549 962

6.2 Vymezení NOPAT

Nejdůležitější zásadou při výpočtu NOPAT je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pro určení NOPAT vycházím z výsledku hospodaření z běžné činnosti (před zdaněním) a provedu následující úpravy:

- vyloučím z finančních nákladů placené úroky, a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách. Předpokladem je, že leasingová platba v sobě obsahuje i úroky za zapůjčení kapitálu. Velikost úroků určím vynásobením odhadnuté alternativní úrokové míry s výší leasingového závazku k začátku daného období. U bankovních úvěrů vycházím přímo z nákladových úroků placených podnikem.

Tab. 9. Vývoj nákladových úroků

(v tis. Kč)	2001	2002	2003	2004
Nákladové úroky (+)	129 107	125 888	65 310	925
Nákladové úroky – leasing (+)	19 428	11 889	5 074	2 103

- vyloučím mimořádné položky – např. položky, které se svou výší nebudou opakovat (prodej dlouhodobého majetku a jeho vliv na náklady a výnosy, odstupné pro větší počet zaměstnanců, rozpouštění nevyužitých rezerv a z toho plynoucí výnosy, mimořádné odpisy majetku, ...). V případě analyzovaného podniku vyloučím výsledek hospodaření týkající se prodeje dlouhodobého hmotného majetku. Dále vyloučím odstupné zaměstnancům propuštěným v rámci restrukturalizace podniku.

Tab. 10. Vyloučené mimořádné položky

(v tis. Kč)	2001	2002	2003	2004
VH – prodej dlouhodobého maj. (-)	8 975	6 902	10 949	-97 192
VH – prodej CP a podílů (-)	-10 861	260 856	0	0
Odstupné zaměstnancům (+)	1 463	2 520	10 000	9 187

- do NOPAT je třeba započítat i vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví při výpočtu NOA. Proto vyloučím výnosy z již vyloučeného dlouhodobého finančního majetku a také část výnosů z krátkodobého finančního majetku.

Tab. 11. Vyloučené výnosy

(v tis. Kč)	2001	2002	2003	2004
Výnosy z DFM (-)	75 359	10 587	-	-
Výnosy z KFM (-)	30 594	-	-	-

- úprava daní – nyní zjistím tzv. upravenou daň (teoretická daň, která by byla zaplacená z operativního zisku). Nejpřesnější výsledek získáme, vyjdeme-li ze splatné daně pro daný rok a tu snížíme nebo zvýšíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší v porovnání s výsledkem hospodaření za účetní období z výkazu zisku a ztráty.

Tab. 12. NOPAT v jednotlivých letech

(v tis. Kč)	2001	2002	2003	2004
VH z běžné činnosti – původní	453 552	606 503	798 108	917 648
VH z běžné činnosti – upravený	499 483	468 455	867 543	1 027 055
Rozdíl (VH původní – VH upr.)	45 931	-138 048	69 435	109 407
Původně placená daň	112 470	166 588	265 437	290 216
Dodatečně vypočítaná daň	14 239	-42 795	21 525	33 916
NOPAT	372 774	344 662	580 581	702 923

Výsledný NOPAT je vypočten jako upravený VH před zdaněním a od něj je odečtena původně zaplacená daň a dodatečně stanovená daň.

Po provedených úpravách je třeba upravit i výkazy. Pro výpočet EVA je důležitá změna kapitálové struktury, která se projeví ve výši WACC.

Tab. 13. Vymezení kapitálu podniku – po úpravách

(v tis. Kč)	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Vlastní kapitál</i>	3 318 687	3 344 232	5 146 794	6 132 138	6 272 120
Základní kapitál	2 687 483	2 687 483	2 687 483	2 687 483	2 687 483
Kapitálové fondy	983 538	1 050 821	1 054 360	1 949 314	1 997 049
Rezervní fondy	630 544	1 003 743	1 006 285	1 007 867	1 006 137
VH m.o.	0	0	96 193	1 399	587
VH b.o.	508 060	346 659	439 915	532 671	627 432
Ekvivalenty VK	-1 490 938	-1 744 474	- 137 442	- 46 596	- 46 568
<i>Cizí zdroje</i>	1 906 585	1 434 734	1 302 786	56 835	8 071
Dluhopisy	700 000	700 000	0	0	0
Bankovní úvěry	812 500	437 500	1 137 500	0	0
Leasing	394 085	297 234	165 286	56 835	8 071
Kapitál celkem	5 225 272	4 778 966	6 449 580	6 188 973	6 280 191
Kapitál celkem vč. goodwillu	6 554 083	6 951 348	9 734 281	9 458 744	9 549 962

Nejvýznamnější změnou v tabulce je zařazení nové položky Ekvivalenty VK, která je použita jako vyrovnávací položka. Důležité je rovněž zařazení aktivované hodnoty leasingu do cizích zdrojů a vyřazení neúročeného cizího kapitálu.

6.3 Výpočet WACC

Nyní, po vymezení kapitálové struktury, je nutné jednotlivým druhům kapitálu přiřadit související náklady.

6.3.1 Náklady na cizí kapitál

Cizí zdroje v podniku nesoucí náklad jsou tvořeny především bankovními úvěry a leasingem.

▪ Bankovní úvěry

Existuje několik metod, jak determinovat náklady na bankovní úvěr. Nejjednodušší a nej přesnější je varianta, známe-li úrokovou sazbu jednotlivých bankovních úvěrů. Tyto údaje mi ale nejsou k dispozici.

Neznáme-li úrokovou sazbu bankovního úvěru, je možné využít vztahu nákladové úroky/ bankovní úvěry. V tomto případě může dojít k řadě problémů, např. dojde-li ke splacení bankovního úvěru v průběhu roku. Na konci roku není vykázána žádná hodnota bankovního úvěru, zatímco nákladové úroky existují. Proto použiji vztah:

$$\frac{(\text{Stav BÚ na začátku roku} + \text{Stav BÚ na konci roku})}{2} \quad (11)$$

Tab. 14. Odhad nákladů na bankovní úvěry

(v tis. Kč)	2001	2002	2003	2004
Stav BÚ na konci roku	437 500	1 137 500	0	0
Průměrný stav BÚ	625 000	787 500	568 750	-
Nákladové úroky	88 087	96 418	65 310	925
Úroková sazba úvěru – stav BÚ na konci roku	20,13 %	8,48 %	-	-
Úroková sazba úvěru – průměrný stav BÚ	7,10 %	12,24 %	11,48 %	-

Je patrné, že tímto způsobem nemohu určit náklady na bankovní úvěr ve všech letech (v letech 2003 a 2004 již bankovní úvěr nebyl vykázán). Navíc trend vypočítané sazby je rostoucí, přičemž ve skutečnosti sazby z úvěrů v těchto letech klesaly. Myslím, že podniku

s takovou finanční silou by banky jistě přizpůsobily podmínky tak, aby odpovídaly vývoji na trhu. Proto je nutné brát takto stanovené sazby jako velmi hrubý odhad.

Další možností je využití alternativního způsobu založeného na tržních datech:

Tab. 15. Odhad nákladů na bankovní úvěry – alternativní způsob

	2001	2002	2003	2004
Bezriziková úroková míra	6,30 %	5,10 %	4,10 %	4,80 %
EBIT/nákladové úroky	4,58	5,82	13,22	993
Rating	A	A+	AAA	AAA
Riziková přírážka	0,85 %	0,70 %	0,35 %	0,35 %
Odhadnutá úroková sazba BÚ	7,15 %	5,80 %	4,45 %	5,15 %

Pro účely této práce budu tedy vycházet z těchto údajů. Abych získal náklady na cizí kapitál, je třeba vzít v úvahu působení daňového štítu. Je počítáno s 31% daní z příjmu pro roky 2001 – 2003 a 28% daní pro rok 2004.

Tab. 16. Náklady na bankovní úvěr

	2001	2002	2003	2004
Nominální sazba z úvěru	7,15 %	5,80 %	4,45 %	5,15 %
Náklady na bankovní úvěr	4,93 %	4,00 %	3,07 %	3,70 %

▪ Leasing

Náklady na leasing lze určit podle vztahu:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{LP_t}{(1+i)^t} + \frac{ZC}{(1+i)^n} \quad (12)$$

kde: Ccena předmětu leasingu
 LP_tleasingová platba v období t (leasingová splátka + úrok)
 ZCzůstatková cena předmětu leasingu
 ndoba pronájmu
 iimplicitní úroková míra leasingu

Pro použití tohoto vzorce však nemám dostatečné údaje. Proto použiji alternativní způsob stanovení nákladů na cizí kapitál založený na tržních datech, který byl již představen u bankovních úvěrů. Budu tedy počítat s úrokovou mírou stanovenou pro bankovní úvěry.

- **Náklady na dluhopisy**

Dluhopisy jsou úročeny pohyblivou úrokovou sazbou podle vztahu 6M PRIBOR + 0,65 %.

Tab. 17. Stanovení nákladů na dluhopisy

	2001	2002	2003	2004
6M PRIBOR + 0,65 %	5,86 %	4,21 %	-	-
(6M PRIBOR + 0,65 %)*(1-T)	4,04 %	2,90 %	-	-

Nyní mohu dosažené výsledky shrnout do výsledné tabulky a získat tak průměrné náklady dluhu pro JMP, a.s.

Tab. 18. Průměrné náklady na cizí kapitál

	2001	2002	2003	2004
Bankovní úvěry (počátek roku)	812 500	437 500	1 137 500	0
Leasing (počátek roku)	394 085	297 234	165 286	56 835
Dluhopisy	700 000	700 000	0	0
Náklady na bankovní úvěry	4,93 %	4,00 %	3,07 %	3,70 %
Náklady na leasing	4,93 %	4,00 %	3,07 %	3,70 %
Náklady na dluhopisy	5,86 %	4,21 %	-	-
Průměrné náklady dluhu (N_{CK})	5,27 %	4,10 %	3,07 %	3,70 %

6.3.2 Náklady na vlastní kapitál

- **Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)**

Tento model je využíván především na vyspělých kapitálových trzích. Výchozím bodem pro model je rozdělení celkového rizika spojeného s investicí do akcií na riziko systematické a nesystematické. Ve vztahu k odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu je podle modelu CAPM významné pouze systematické tržní riziko.

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (13)$$

kde: r_e náklady vlastního kapitálu v %
 r_f bezriziková úroková míra
 β koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu
 r_m průměrná výnosnost kapitálového trhu
 $(r_m - r_f)$ riziková premie kapitálového trhu

Pokud tedy chceme tento model použít, musíme být schopni určit:

- bezrizikovou úrokovou míru
- rizikovou prémii
- výši β koeficientu

Bezriziková úroková míra pro jednotlivé roky je zveřejňovaná Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Pro příliš velkou volatilitu českého kapitálového trhu jsem rizikovou přírážku určil podle Damodarana. Koeficient β byl Energetickým regulačním úřadem stanoven na hodnotu 0,40. Protože na koeficient β také samozřejmě působí vliv kapitálové struktury, je nutné jej upravit podle vztahu:

$$\beta_z = \beta_n * \left\{ 1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right\} \quad (14)$$

kde: β_z β vlastního kapitálu u zadluženého podniku
 β_n β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
 T sazba daně z příjmů
 CK cizí kapitál
 VK vlastní kapitál

Jednotlivé koeficienty tedy budou:

$$\beta_{2001} = 0,40 * \left\{ 1 + (1 - 0,31) * \frac{8\,699\,144}{5\,088\,706} \right\} = 0,87$$

$$\beta_{2002} = 0,40 * \left\{ 1 + (1 - 0,31) * \frac{10\,696\,475}{5\,284\,236} \right\} = 0,96$$

$$\beta_{2003} = 0,40 * \left\{ 1 + (1 - 0,31) * \frac{9\,598\,601}{6\,178\,734} \right\} = 0,83$$

$$\beta_{2004} = 0,40 * \left\{ 1 + (1 - 0,28) * \frac{8\,414\,854}{6\,318\,688} \right\} = 0,78$$

Tab. 19. Výpočet nákladů na vlastní kapitál – metoda CAPM

	2001	2002	2003	2004
r_f	6,30 %	5,10 %	4,10 %	4,80 %
β - nezadlužená	0,40	0,40	0,40	0,40
β - zadlužená	0,87	0,96	0,83	0,78

Riziková prémie	7,20 %	7,00 %	6,32 %	6,02 %
r_e	12,56 %	11,82 %	9,35 %	9,50 %

- **Poměr P/E**

Při stanovení nákladů na vlastní kapitál lze využít také poměru P/E, tedy tržní ceny akcie a čistého zisku na akcii. Náklady na vlastní kapitál lze potom vypočítat:

$$r_e = \frac{1}{P/E} \quad (15)$$

Tento model ovšem předpokládá nulový růst zisků a stoprocentní dividendový výplatní poměr. Na rozdíl od metody CAPM však dává důraz na celkové (systematické i nesystematické) riziko podniku.

Tab. 20. Náklady na kapitál podle poměru P/E

	2001	2002	2003	2004
r_e	7,06 %	7,38 %	8,95 %	10,53 %

- **Průměrná rentabilita v odvětví**

Další možností, jak určit náklady na vlastní kapitál, jsou údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Jeho výhodou je, že data o rentabilitě bývají dostupnější než data jiná. Údaje o rentabilitě lze získat na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Nevýhodou však je možnost regulace účetní rentability pomocí tvorby a rozpouštění tichých rezerv. V podmínkách české ekonomiky nelze považovat tuto metodu vzhledem k časté „daňové optimalizaci“ za příliš vhodnou.

Tab. 21. Náklady na kapitál - rentabilita odvětví

	2001	2002	2003	2004
Rentabilita v odvětví	6,28 %	6,21 %	8,59 %	8,80 %

- **Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu**

Tento model vychází z poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než náklady na cizí kapitál a lze je spočítat jako náklady na cizí kapitál + riziková přírážka. Obvykle se doporučuje použít přírážku ve výši 2 – 3 %. Výši přírážky zvolím na spodní hranici daného intervalu – tedy 2 %. Vzhledem k finanční síle podniku a jeho příslušnosti k nadnárodní společnosti si myslím, že je tato volba správná.

Tab. 22. Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál

	2001	2002	2003	2004
Úroková sazba BÚ	7,15 %	5,80 %	4,45 %	5,15 %
Přirážka	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
r_e	9,15 %	7,80 %	6,45 %	7,15 %

- **Dividendový model**

Při zjišťování nákladů na vlastní kapitál pomocí dividendového modelu použijí vztah:

$$r_e = \frac{\text{Dividenda na akcii}}{\text{Tržní cena akcie}} * 100 \quad (16)$$

Tab. 23. Náklady na vlastní kapitál – dividendový model

	2001	2002	2003	2004
Dividenda na akcii	225	353	353	416
Tržní cena akcie	3 255	4 000	3 990	3 990
r_e	6,91 %	8,83 %	8,85 %	10,43 %

- **Stavebnicový model**

K určení nákladů na kapitál lze rovněž využít stavebnicový model používaný Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Základní princip tohoto modelu spočívá v tom, že k bezrizikové úrokové míře se přičte určitá přírážka za riziko. Riziková přírážka se tvoří buď jako celek v závislosti na charakteristice podniku, nebo jako souhrn dílčích položek. Přírážky vycházejí z posouzení rizika trhu, rizik oboru, výrobních rizik, stupni diverzifikace, stupni pružnosti nákladů, finančních rizik, rizik managementu a organizační struktury a dalších. Na rozdíl od metody CAPM se stavebnicové modely nezaměřují pouze na systematická rizika, ale i na nesystematická.

Tab. 24. Náklady na kapitál – stavebnicová metoda

	2001	2002	2003	2004
Bezriziková sazba - r_f	6,30 %	5,10 %	4,10 %	4,80 %
r_{LA}	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
$r_{Podnikatelské}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
$r_{FinStab}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
WACC	6,30 %	5,10 %	4,10 %	4,80 %
r_e	6,30 %	5,10 %	4,10 %	4,80 %

▪ Komplexní stavebnicový model

Jedná se o metodu Garnetta a Hilla, která je upravena pro podmínky ČR (Mařík, Maříková). Společným rysem obou verzí uvedené metody je, že riziková prémie se určuje na základě určitého počtu faktorů, které ve svém souhrnu charakterizují míru rizika podnikatelské činnosti dané firmy. Při samotném výpočtu jsem využil softwarový produkt EVALENT. Struktura jednotlivých rizikových prémie ve sledovaném období je uvedena v příloze č. 3.

Tab. 25. Náklady na vlastní kapitál – komplexní stavebnicová metoda

	2001	2002	2003	2004
Riziková prémie	7,23 %	5,85 %	4,57 %	5,27 %
r_e	13,53 %	10,95 %	8,67 %	10,07 %

Výsledky získané výše uvedenými metodami pro zjištění nákladů na vlastní kapitál jsou shrnuty v následující tabulce:

Tab. 26. Průměrné náklady na vlastní kapitál

Metoda	2001	2002	2003	2004	Váha
CAPM	12,56 %	11,82 %	9,35 %	9,50 %	20 %
Využití poměru P/E	7,06 %	7,38 %	8,95 %	10,53 %	10 %
Průměrná rentabilita odvětví	6,28 %	6,21 %	8,59 %	8,80 %	10 %
Odvození z nákladů na cizí kapitál	9,15 %	7,80 %	6,45 %	7,15 %	10 %
Dividendový model	6,91 %	8,83 %	8,85 %	10,43 %	10 %
Stavebnicová metoda	6,30 %	5,10 %	4,10 %	4,80 %	5 %
Komplexní stav. metoda (M&M)	13,53 %	10,95 %	8,67 %	10,07 %	15 %
Náklady na VK – odvětví(mpo.cz)	9,63 %	8,02 %	8,85 %	7,65 %	20 %
Průměrné náklady na VK	9,74 %	8,89 %	8,43 %	8,87 %	100 %

Metodám CAPM a odvození nákladů na vlastní kapitál podle odvětví jsem přiřadil větší váhu, protože vycházejí ze situace v odvětví. Náklady na VK v odvětví vlastně představují

alternativní výnos pro akcionáře JMP, a.s. Metoda CAPM odráží rizikovost oboru a zadluženost dané společnosti – právě kvůli této kombinaci rizik pro majitele použité při výpočtu jsem se rozhodl dosaženým hodnotám přidělit vyšší váhu. A právě kvůli zahrnutí i ostatních rizikových faktorů jsem vyšší váhu zvolil i pro komplexní stavebnicovou metodu.

V zemích s vyspělým kapitálovým trhem při určování nákladů na vlastní kapitál vyhovuje použití jediné metody – CAPM. V České republice je však situace naprosto odlišná, proto je tedy lepší vycházet z více metod a těm pomocí jednotlivých vah přiřadit významnost.

Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)

Tab. 27. Výpočet WACC v jednotlivých letech

	2001	2002	2003	2004
N_{CK}	5,27 %	4,10 %	3,07 %	3,70 %
N_{VK}	9,74 %	8,89 %	8,43 %	8,87 %
CK/C (počátek roku)	36,49 %	30,02 %	20,20 %	1 %
VK/C (počátek roku)	63,51 %	69,98 %	79,80 %	99 %
WACC₁	8,11 %	7,45 %	7,35 %	8,82 %
WACC₂	8,44 %	7,90 %	7,71 %	8,84 %

Z tabulky je patrné, že zvyšování podílu dražšího vlastního kapitálu zvyšuje hodnotu průměrných nákladů na kapitál. Přesto podnik pracuje s nízkými náklady na kapitál – což potvrzuje jeho mimořádnou finanční sílu.

6.4 Výpočet EVA

Ukazatel EVA v následující tabulce je vypočítán podle ekonomického modelu podle vzta-
hu (6):

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (6)$$

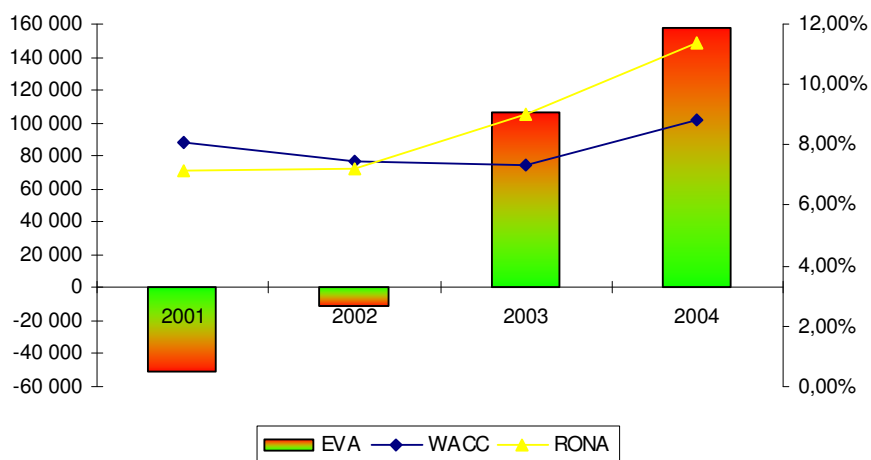
Tab. 28. Výpočet EVA

(v tis. Kč)	2001	2002	2003	2004
NOA ₁ (počátek období)	5 225 272	4 778 966	6 449 580	6 188 973
NOA ₂ (počátek období)	6 554 083	6 951 348	9 734 281	9 458 744
NOPAT	372 774	344 662	580 581	702 923
WACC ₁	8,11 %	7,45 %	7,35 %	8,82 %
WACC ₂	8,44 %	7,90 %	7,71 %	8,84 %
EVA1	- 50 996	- 11 371	106 537	157 056
EVA2	- 180 391	- 204 494	- 169 932	- 133 230

EVA₁ zaznamenala v průběhu sledovaného období prudkou změnu. Spolu se změnou vlastníka se zásadně změnila ze záporné hodnoty na hodnotu kladnou. V další části práce bude jistě zajímavé zjistit, jaké faktory zapříčinily tento prudký obrat, a tím také zjistím, jaké faktory jsou klíčové pro dosahování kladné ekonomické přidané hodnoty pro JMP, a.s.

Jiný pohled však ukazatel dává při zahrnutí mnou provedeného odhadu položky goodwill (EVA₂) – podnik svou činností hodnotu netvořil, ale naopak ji ničil. Je to dáno tím, že odhadnutý goodwill značně zvyšuje čistá operativní aktiva (kapitál používaný k podnikání) při nezměněných výnosech z těchto aktiv.

Při rozkladu a citlivostní analýze budu dále používat EVA₁, protože si myslím, že lépe odpovídá skutečné situaci firmy.



Obr. 12. Vývoj EVA a vstupních veličin v letech 2001 - 2004

Pro srovnání ještě uvedu výpočet EVA založený výhradně na účetních datech.

Tab. 29. Výpočet EVA – účetní model

	2001	2002	2003	2004
r_e^*	6,71 %	5,10 %	4,10 %	4,80 %
Čistý zisk (v tis. Kč)	346 659	439 915	532 671	627 432
VK (v tis. Kč)	5 088 706	5 284 236	6 178 734	6 318 688
EVA	5 207	170 419	279 343	324 135

* hodnoty r_e jsou vypočteny z neupravených účetních informací, proto hodnota roku 2001 neodpovídá hodnotě v tabulce 24

Nyní je naprosto zřejmé, jak zkreslující informace mohou poskytovat účetní data – podle účetních informací podnik tvořil hodnotu ve všech letech. Tato naprostá změna v hodnocení je dána tím, že tyto data nejsou jakkoli upravena tak, aby prezentovala pouze výsledky hlavní činnosti (bez nahodilých a neopakujících se jevů, prodeje majetku, atp.). Navíc podle stavebnicové metody byly náklady na vlastní kapitál stanoveny na nejnižší možnou úroveň. Pro výpočet této velmi důležité hodnoty, by bylo vhodnější použít postup jako u ekonomického modelu.

Pokud je totiž spread záporný, jeho zvýšení působí také záporně. Ve sledovaném období tomu ale bylo obráceně – tedy i zvýšení investovaného kapitálu vedlo ke zvýšení vrcholového ukazatele.

Spread (RONA – WACC) je tvořen rentabilitou investovaného kapitálu – RONA, jejíž vzrůst působí pozitivně na tvorbu hodnoty a WACC, jehož pokles rovněž působí na EVA kladně. RONA představuje výnosnost investovaného kapitálu. WACC vyčísluje náklady na investovaný kapitál. Čím větší bude rentabilita investovaného kapitálu a nižší náklady na kapitál, tím větší bude vytvořená hodnota pro vlastníka. Toto jsou základní kameny tvorby hodnoty, proto uvedené ukazatele podrobím důkladnější analýze.

RONA	
7,22%	8,99%
99 887	

NOPAT/Tržby		Tržby/C	
2,66%	4,38%	2,71	2,05
230 114		-130 227	

Na výnosnost investovaného kapitálu měl mimořádně pozitivní vliv růst ziskové marže (NOPAT/Tržby) ve sledovaném období. Naopak nižší obratovost investovaného kapitálu (Tržby/C) je negativní faktor tvorby hodnoty. Celkový vliv je ale kladný, protože převážil růst ziskové marže.

NOPAT/Tržby	
2,66%	4,38%
230 114	

Přid. Hodnota/Tržby		Osobní Ná/Tržby		Odpisy/Tržby		Ost.V-ost.N/Tržby	
14,24%	15,25%	3,56%	3,33%	3,96%	3,90%	4,06%	3,64%
135 125		30 771		8 027		56 191	

Na růst ziskové marže měly kladný vliv všechny její složky – zvláště pak zvýšení podílu přidané hodnoty na tržbách.

Dalším faktorem ovlivňujícím rentabilitu investovaného kapitálu je obratovost aktiv:

C (NOA)		
4 778 966	6 449 580	
-140 357		

ČPK		
-1 919 324	-883 333	
-87 039		

Dlouhodobý majetek		
6 415 979	7 035 183	
-52 023		

Časové rozlišení		
282 311	297 730	
-1 295		

Požadavkem je, aby se aktiva obrátila za co nejkratší dobu. Obrat je závislý na velikosti aktiv a výši výnosů. Všechny složky investovaného kapitálu rostly, což na obratovost působí záporně.

Dlouhodobý majetek		
6 415 979	7 035 183	
-52 023		

DHM		
6 357 675	6 945 749	
-49 407		

DNM		
58 304	89 434	
-2 615		

DFM		
0	0	
0		

Vzhledem k naprosté převaze dlouhodobého hmotného majetku v majetkové struktuře podniku, mělo právě jeho zvýšení rozhodující vliv na obratovost aktiv.

ČPK		
-1 919 324	-883 333	
-87 039		

Zásoby		
63 548	46 304	
1 449		

Pohledávky		
4 448 031	5 819 388	
-115 215		

Krátkodobý FM		
1 600 000	2 809 950	
-101 654		

Krátkodobý CK		
8 030 903	9 558 975	
128 381		

Z hlediska čistého pracovního kapitálu došlo k nejvýznamnější změně u výše pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Obě veličiny svým zvýšením negativně ovlivnily tvorbu hodnoty. Naopak činnosti spojené s optimalizací zásob, vedly ke zvýšení EVA. Také růst krátkodobého cizího kapitálu (jehož největší část tvoří přijaté zálohy) působí kladně.

Tržby/C	
2,71	2,05
-130 227	

Tržby		C (NOA)	
12 962 783	13 244 187	4 778 966	6 449 580
10 130		-140 357	

Z této části rozkladu je patrné, že zvýšení tržeb ve sledovaném období nestačilo na zvýšení stavu majetku. Proto došlo k celkovému snížení obratovosti aktiv, které má pak za následek i snížení vrcholového ukazatele EVA.

Doposud jsem se zabýval rozkladem jedné části spreadu (RONA). Proto nyní uvedu i analýzu vlivů působících na WACC, aby byl rozklad kompletní.

WACC	
7,45%	7,35%
5 882	

VK/C		N _{VK}		CK/C		N _{CK}	
0,6998	0,7980	8,89%	8,43%	0,3002	0,2020	4,10%	3,07%
-47 744		19 341		19 765		14 520	

Snížení nákladů na kapitál (vlastních i cizích) má vždy pozitivní vliv na tvorbu hodnoty. Naopak zvýšení podílu vlastního (dražšího) kapitálu na celkových aktivech vedlo k ničení hodnoty pro majitele.

Z „červených“ čísel hodnoty EVA „vytáhlo“ především zvýšení podílu přidané hodnoty na tržbách a postupné snižování podílů nákladových položek. Plně se tak projeví účinky převzetí firmy silným investorem a začátek důležitých restrukturalizačních opatření.

7.1.2 Roky 2003/2004

EVA		=	Ukazatel	
106 227	157 755		2003	2004
51 528			vliv na EVA	

RONA - WACC		x	C (NOA)	
1,65%	2,55%		6 449 580	6 188 973
56 996			-5 468	

V tomto období se již plně projeví změny, které společnost podstoupila. Pro vedení podniku je jistě potěšující opakovaný růst spreadu. Protože je spread kladný, pokles investovaného kapitálu vedlo ke snížení hodnoty EVA.

RONA	
8,99%	11,37%
149 953	

NOPAT/Tržby		x	Tržby/C	
4,38%	5,17%		2,05	2,20
106 140			43 814	

Ke zvýšení rentability investovaného kapitálu vedlo především zvýšení ziskové marže. Pozitivní je také zjištění, že proti minulému období došlo ke zvýšení obratovosti investovaného kapitálu

NOPAT/Tržby	
4,38%	5,17%
106 140	

Přid. Hodnota/Tržby	-	Osobní Ná/Tržby	-	Odpisy/Tržby	-	Ost.V-ost.N/Tržby
15,25%		3,33%		3,90%		3,64%
14,26%		3,24%		4,25%		1,60%
-133 010		12 092		-47 024		274 082

Snížení podílu přidané hodnoty na tržbách znamenal výrazně záporný vliv na tvorbu hodnoty. Naopak razantní snížení podílu ostatních nákladů a výnosů na tržbách mělo efekt opačný a převažující.

C (NOA)	
6 449 580	6 188 973
26 450	

ČPK	
-883 333	-2 945 868
209 332	

Dlouhodobý majetek	
7 035 183	8 837 563
-182 929	

Časové rozlišení	
297 730	297 278
46	

Na obratovost aktiv mělo jednoznačně pozitivní vliv snížení stavu majetku, resp. čistého pracovního kapitálu. Naopak růst dlouhodobého majetku se na obratovosti aktiv podílel záporně.

Dlouhodobý majetek	
7 035 183	8 837 563
-182 929	

DHM	
6 945 749	8 754 676
-183 593	

DNM	
89 434	82 887
664	

DFM	
0	0
0	

Stejně jako v minulém období, má na obratovost aktiv záporný vliv růst dlouhodobého hmotného majetku.

ČPK	
-883 333	-2 945 868
209 332	

Zásoby	
46 304	18 740
2 798	

Pohledávky	
5 819 388	6 632 730
-82 548	

Krátkodobý FM	
2 809 950	1 263
285 061	

Krátkodobý CK	
9 558 975	9 598 601
4 022	

Ze složek čistého pracovního kapitálu zaznamenáváme nejpodstatnější změnu u krátkodobého finančního majetku, která je spojena s využitím cash poolingu v podniku. Zde je tedy prokázáno, jak významně se podílí změna *systemu* (hospodaření s finančním majetkem) na tvorbě hodnoty.

Tržby/C	
2,05	2,20
43 814	

Tržby	
13 244 187	13 607 679
17 364	

 /

C (NOA)	
6 449 580	6 188 973
26 450	

V letech 2003/2004 působily na obratovost investovaného kapitálu oba faktory – snížením majetku a růstem tržeb. Snaha managementu při restrukturalizaci podniku jistě směřovala právě tímto směrem – optimalizace výše majetku při zvyšujících se tržbách.

WACC	
7,35%	8,82%
-92 958	

VK/C	
0,7980	0,99
-104 951	

 x

N _{VK}	
8,43%	8,87%
-24 858	

 +

CK/C	
0,2020	0,01
41 070	

 x

N _{CK}	
3,07%	3,70%
-4 220	

Zvýšení nákladů na vlastní kapitál a zároveň růst jeho podílu v kapitálové struktuře podniku zapříčinilo vzrůst hodnoty WACC. A jakékoli zvýšení WACC vede vždy ke snížení spreadu, a tedy i výsledného ukazatele EVA.

7.1.3 Roky 2001/2004

Cílem tohoto rozkladu je zobrazit změny, kterými podnik ve sledovaném období prošel.

EVA	
-51 253	157 755
209 008	

 =

Ukazatel	
2001	2004
vliv na EVA	

RONA - WACC	
-0,98%	2,55%
201 452	

 x

C (NOA)	
5 225 272	6 188 973
7 556	

Nejdůležitější změnou je fakt, že podnik tvoří hodnotu pro své vlastníky. Změny jsou patrné na změně spreadu, který podnik „táhne“ směrem k tvorbě hodnoty.

RONA	
7,13%	11,37%
241 939	

NOPAT/Tržby	
2,72%	5,17%
336 928	

 \times

Tržby/C	
2,62	2,20
-94 989	

Během sledovaného období došlo k navýšení ziskové marže, což mělo na tvorbu hodnoty naprosto zásadní význam. Také však došlo ke snížení obratovosti aktiv. Bude jistě zajímavé analyzovat obě tyto složky.

NOPAT/Tržby	
2,72%	5,17%
336 928	

Přid. Hodnota/Tržby	
11,38%	14,26%
396 062	

 $-$

Osobní Ná/Tržby	
3,18%	3,24%
-8 251	

 $-$

Odpisy/Tržby	
4,70%	4,25%
61 885	

 $-$

Ost.V-ost.N/Tržby	
0,78%	1,60%
-112 768	

Ziskovou marži výrazně ovlivnilo zvýšení podílu přidané hodnoty na tržbách. U tohoto ukazatele je důležitý jeho rostoucí trend.

C (NOA)	
5 225 272	6 188 973
-91 586	

ČPK	
-1 393 015	-2 945 868
147 576	

 $+$

Dlouhodobý majetek	
6 367 146	8 837 563
-234 777	

 $+$

Časové rozlišení	
251 141	297 278
-4 385	

Na růstu investovaného kapitálu (tj. snížení obratovosti aktiv) se – stejně jako v předchozích rozkladech – podílel růst dlouhodobého majetku. Z toho tuto položku ovlivnil dlouhodobý hmotný majetek (odkup plynárenského zařízení od měst a obcí). Naopak pozitivně působilo snížení čistého pracovního kapitálu (vysoké přijaté zálohy při snižujícím se finančním majetku).

Dlouhodobý majetek	
6 367 146	8 837 563
-234 777	

DHM	
6 309 361	8 754 676
-232 391	

DNM	
57 785	82 887
-2 386	

DFM	
0	0
0	

Na této části rozkladu je patrný negativní vliv růstu DHM (viz. výše). Také nehmotný majetek zaznamenal nárůst díky investicím do moderního informačního systému.

ČPK	
-1 393 015	-2 945 868
147 576	

Zásoby	
79 927	18 740
5 815	

Pohledávky	
3 358 133	6 632 730
-311 203	

Krátkodobý FM	
1 708 285	1 263
162 227	

Krátkodobý CK	
6 539 360	9 598 601
290 736	

Zde je vidět, jak snížený čistý pracovní kapitál zvýšil hodnotu EVA. A to především díky zvýšeným krátkodobým cizím zdrojům (zvyšování cen plynu vede k navyšování záloh) a podstatně sníženému krátkodobému finančnímu majetku (efekt spojený se zavedením cash pooling). Naopak zdvojnásobení výše pohledávek vrcholový ukazatel ovlivnilo negativně. Pohledávky jsou tvořeny především dohadnou položkou aktivní, která představuje hodnotu doposud nevyfakturovaného plynu.

Tržby/C	
2,62	2,20
-94 989	

Tržby	
13 693 326	13 607 679
-3 403	

C (NOA)	
5 225 272	6 188 973
-91 586	

Snížení obratovosti aktiv bylo následkem na jedné straně snížení tržeb, na straně druhé pak růstem investovaného kapitálu (viz. výše).

WACC	
8,11%	8,82%
-40 486	

VK/C	
0,6351	0,99
-188 469	

 \times

N_{VK}	
9,74%	8,87%
40 345	

 $+$

CK/C	
0,3649	0,01
90 842	

 \times

N_{CK}	
5,27%	3,70%
16 796	

Ke zvýšení hodnoty WACC vedlo vyšší využití dražšího vlastního kapitálu, což i přes snižující se náklady na tento kapitál vedlo k negativnímu dopadu na vrcholový ukazatel EVA.

7.2 Citlivostní analýza

Účelem této analýzy je zjištění citlivosti určitého kritéria, v tomto případě ekonomické přidané hodnoty, na změny faktorů, které toto kritérium ovlivňují. Faktory, jejichž určité změny, např. odchylka velikosti 10 % od předpokládané, resp. nejpravděpodobnější hodnoty, vyvolávají pouze malou změnu tohoto kritéria, můžeme pak považovat za málo důležité – tj. citlivost zvoleného kritéria na změny těchto faktorů je malá. Naopak významné budou faktory, jejichž stejné změny vyvolávají značné změny zvoleného kritéria.[12]

Budu analyzovat všechny faktory, které byly identifikovány v předcházející pyramidové soustavě. Předmětem analýzy je zjistit, jak by se změnila hodnota ukazatele EVA v roce 2004, pokud by se hodnota příčinného faktoru změnila o 10 %.

Tab. 30. Citlivostní analýza (2004)

	Původní hodnota ukazatele	Změna hodnoty o 10 %	Původní EVA	Nová EVA	Změna EVA
DHM	8 754 676	9 630 144	157 755	70 571	- 87 184
DNM	82 887	91 176	157 755	156 814	- 941
Zásoby	18 740	20 614	157 755	157 542	- 213
Pohledávky	6 632 730	7 296 003	157 755	89 657	- 68 098
Krátk. FM	1263	1 389	157 755	157 740	- 15
Krátk. CK	9 598 601	10 558 461	157 755	286 893	129 138
PH/Tržby	14,26 %	15,69 %	157 755	351 800	194 045
Osobní N/T	3,24 %	3,56 %	157 755	113 666	- 44 089
Odpisy/T	4,25 %	4,68 %	157 755	99 922	- 57 833
Ost. V-N/T	- 1,60 %	- 1,44 %	157 755	179 527	21 772

Tržby	13 607 679	14 968 447	157 755	228 107	70 352
N _{VK}	8,87 %	9,76 %	157 755	103 194	- 54 561
N _{CK}	3,70 %	4,07 %	157 755	157 313	- 442
WACC	8,82 %	9,70 %	157 755	102 850	- 54 905
C (NOA)	6 188 973	6 807 870	157 755	173 296	15 541
RONA	11,37 %	12,51 %	157 755	228 293	70 538

Je tedy zřejmé, že hodnota EVA je nejvíce citlivá na změnu poměru **přidané hodnoty k tržbám a na změnu krátkodobého cizího kapitálu**. Další významné faktory jsou změny *dlouhodobého hmotného majetku, rentability investovaného kapitálu, tržeb a pohledávek*. Výraznější vliv mají také náklady na vlastní kapitál (vzhledem k jeho naprosté převaze nad cizím úročeným kapitálem v roce 2004 je vliv nákladů na cizí kapitál zanedbatelný), podíl odpisů a osobních nákladů na tržbách.

I když citlivostní analýza pomáhá identifikovat nejvýznamnější faktory, musím také zdůraznit i její omezení. Mám na mysli především to, že v hospodářské praxi se obvykle rizikové faktory nemění izolovaně, ale změna jednoho faktoru vyvolá často změnu jiného faktoru. A právě tuto možnou závislost rizikových faktorů analýza citlivosti nerespektuje.

7.3 Shrnutí a doporučení

Z konstrukce ukazatele EVA lze vytipovat čtyři základní způsoby, jak zvýšit hodnotu EVA.

- ✓ **Zvýšit efektivnost hospodaření (snížit náklady)**, a tím zvýšit zisk. Právě především toto je cesta, která vede k trvalému úspěchu firmy. To platí zvláště v daném odvětví, které je regulováno a firma nemůže maximalizovat své výnosy. Jak je také patrné z provedených analýz, je snižování nákladů pro management podniku hlavním motivem realizovaných opatření. Jedná se především o zvýšení efektivity práce (osobní náklady) a zvýšení efektivity použitého majetku (majetková struktura promítající se do nákladů formou odpisů).
- ✓ **Zvýšit tržby (růst firmy)**. Jak již bylo uvedeno, firma nemůže libovolně navyšovat své tržby. Proto je nutné mít na zřeteli náklady na kapitál a investovat pouze do těch projektů, které vydělají více, než činí náklady na použitý kapitál.

- ✓ **Snížit nadbytečný majetek.** I tento úkol je v podniku postupně realizován s cílem dosáhnout takové výše majetku, který je nutný pro hlavní činnost firmy (core business). Zároveň byly z podniku vyčleněny činnosti, které může nakoupit levněji, než kdyby je provozoval sám (ostraha, úklid, aj.) – tzn. využití outsourcingu. To je také samozřejmě spojeno s další úsporou nákladů.
- ✓ **Řídit riziko** a tím náklady na kapitál.

V **provozní oblasti** by tedy firma měla klást důraz zejména na zvyšování produktivity a na zvyšování efektivity hospodaření.

V **oblasti finanční** by firma měla optimalizovat svou kapitálovou strukturu tak, aby došlo k maximálnímu využití působení finanční páky – tedy zvýšit podíl cizího kapitálu.

Ve **strategické oblasti** je důležité se zaměřit na management aktiv a dokončit projekty spojené s optimalizací výše majetku. Dále je nutné investovat jen to těch projektů, jejichž vnitřní výnosové procento je kladné. To znamená, že jeho výnosnost musí převyšovat náklady na kapitál. Při hodnocení investic je tedy nezbytné brát v úvahu časovou hodnotu peněz a riziko spojené s danou investicí.

Pro přehlednost jsem identifikované vlivy shrnul do následující tabulky:

Tab. 31 Vliv změn ukazatelů na vrcholový ukazatel EVA

Vliv změny ukazatele na EVA (v tis. Kč)	Roky 2001/2004	Roky 2001/2002	Roky 2002/2003	Roky 2003/2004
EVA	209 008	39 933	117 547	51 528
C (NOA)	7 556	2 717	11 779	-5 468
Spread	201 452	37 215	105 768	56 996
RONA	241 939	4 359	99 887	149 953
WACC	-40 486	32 857	5 882	-92 958
VK/C	-188 469	-30 147	-47 744	-104 951
N _{VK}	40 345	28 379	19 341	-24 858
CK/C	90 842	15 162	19 765	41 070
N _{CK}	16 796	19 462	14 520	-4 220
NOPAT/Tržby	336 928	-8 003	230 114	106 140
PH/T	396 062	381 476	135 125	-133 010
os.N/T	-8 251	-50 686	30 771	12 092
Odpisy/T	61 885	98 703	8 027	-47 024

ost.N-ost.V/T	-112 768	-437 996	56 191	274 082
Tržby/C	-3 403	-19 691	10 130	17 364
Tržby	-3 403	-19 691	10 130	17 364
C/NOA	-91 586	32 053	-140 357	26 450
ČPK	147 576	37 798	-87 039	209 332
Dlouh. maj.	-234 777	-3 507	-52 023	-182 929
Čas. rozl.	-4 385	-2 239	-1 295	46
DHM	-232 391	-3 470	-49 407	-183 593
DNM	-2 386	-37	-2 615	664
Zásoby	5 815	1 176	1 449	2 798
Pohledávky	-311 203	-78 274	-115 215	-82 548
Kr. FM	162 227	7 777	-101 654	285 061
Kr. CK	290 736	107 119	128 381	4 022

8 NÁVRH SYSTÉMU NA MONITOROVÁNÍ, VYHODNOCOVÁNÍ A VERIFIKACI FAKTORŮ OVLIVŇUJÍCÍCH EVA

Koncept EVA je značně náročný především na informace – zvláště ekonomický model, který byl aplikován v této práci. Jde o konverzi účetních dat tak, aby se co nejvíce blížily ekonomické realitě. Proto si kladu v projektové části za cíl navrhnout takový systém, který by v přijatelném čase a za přijatelných nákladů umožnil konstrukci tohoto ukazatele.

8.1 Výhodiska informačního systému pro EVA

Základním principem ukazatelů je komprimace jednotlivých informací, aby bylo možné pomocí měrné veličiny vyjádřit komplexní věcné chování a souvislosti. S tím je spojeno nebezpečí, že nadměrnou komprimací informací do jednoho ukazatele budou ztraceny důležité jednotlivosti popisované situace, a tak nebude možné dát odpověď na otázku po příčinách změn tohoto ukazatele.

Toto nebezpečí ztráty informací může být odvráceno početně technickým členěním, substitucí nebo rozšířením jednotlivého ukazatele, kdy je výchozí ukazatel rozčleněn do dvou nebo více ukazatelů na nižší úrovni. Touto cestou vznikne hierarchický a výpočetně vybudovaný systém ukazatelů. Takovým systémem jsou právě předložené pyramidové rozklady. Matematická propojení ukazatelů do početního systému lze snadno zobrazit pomocí počítačové techniky.

V rámci takto pyramidálně vybudovaného systému ukazatelů je větší pravděpodobnost identifikace latentních rizik a šancí v dolních částech pyramidy, kde jsou méně agregované veličiny.

Současná podniková praxe nezná ukazatel, který by obsahoval všechny pro podnik relevantní generátory tvorby hodnoty. Výjimkou tedy není ani ukazatel EVA. Proto je třeba tento ryze finanční ukazatel **zahrnout do systému ukazatelů**, který zahrnuje i vybrané nefinanční faktory ovlivňující tvorbu hodnoty pro podnik (viz. kapitola 3).

8.2 Definování systému

Úkolem podnikového systému je poskytovat odpovědným pracovníkům informace potřebné pro řízení. Potřeba informací závisí na (hierarchickém) postavení příjemce informací i na zvláštnostech podniku.

V moderní a rozsáhlé společnosti, jakou JMP, a.s. bezesporu je, nejsou informace potřebné pouze pro řídicí pracovníky podniku a controllery, ale také pro jednotlivé zaměstnance.

Pro tento účel by měla být vyvinuta koncepce, ve které bude stanoveno, jaké informace a jakým přenosovým kanálem budou poskytovány na operativní úroveň. Samozřejmě se musí rozlišovat mezi výkazy pro management a pro operativní úroveň. Management má zájem především na agregovaných informacích (horní části pyramidového rozkladu). Na operativní úrovni musí být možná analýza příčin odchylek až k identifikaci jednotlivých případů.

Úspěšnost zavedení jakéhokoli informačního systému je silně závislá na okamžiku, ve kterém jsou informace k dispozici. Podstatným znakem kvality je proto aktuálnost, s jakou jsou informace poskytovány odpovědným pracovníkům. V případě pochybností je třeba dát přednost rychlosti před nepřiměřenou přesností, která je na překážku včasnému poskytnutí informace o odchylce.

Významným prostředkem je také možná vizualizace výstupu daného systému – např. pomocí grafů. Grafy jsou obvykle mnohem přehlednější než čistě číselné tabulky a příjemce je rychleji akceptuje.

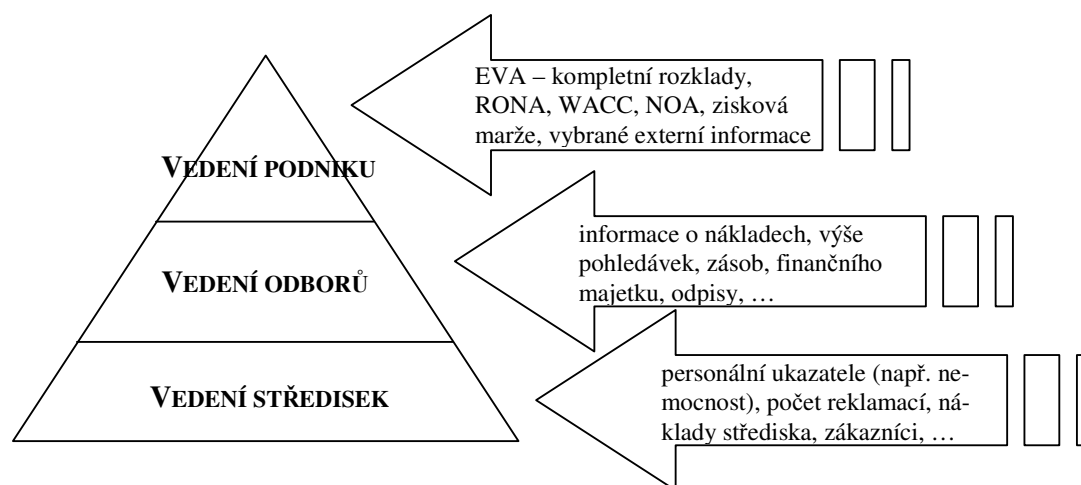
8.3 Počítačová podpora

Je zřejmé, že splnění definovaných požadavků na systém je možné uskutečnit pouze s využitím informační techniky. Především se tedy jedná o tyto vlastnosti informačního systému:

- minimální náklady na informace vstupní data musí být k dispozici včas
- dostupnost informací
- vizualizace výsledků

Ke splnění daných požadavků vede jediná správná cesta – využít stávajícího informačního systému podniku. V podniku je implementován systém mySAP.

S využitím tohoto systému je již snadné orientovat správné informace každému uživateli tohoto systému. Jednotlivé druhy ukazatelů tvořících vrcholový ukazatel by mohly být členěny podle následujícího schématu.



Obr. 13. Struktura informací o faktorech ovlivňujících EVA v podniku [vlastní zpracování]

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo identifikovat faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu v Jihomoravské plynárenské, a.s. Protože tento ukazatel není v podniku využíván, věřím, že tato práce poskytne opět jiný pohled na dosaženou výkonnost. Zohlednění nákladů na kapitál a kapitálové struktury podniku ve sledovaném období ve formě vyčísleného ukazatele EVA podalo svědectví o tom, že v podniku proběhla (a dále probíhá) zásadní restrukturalizace.

V teoretické části práce jsem se zabýval problematikou měření výkonnosti v dnešním turbulentním podnikatelském prostředí. Stručně jsem shrnul vývoj ukazatelů výkonnosti od těch založených na bázi zisku po dnešní moderní měřítka zohledňujících čas, náklady na kapitál a ostatní rozhodující faktory. Pozornost jsem zaměřil na ukazatel EVA, který byl použit pro hodnocení výkonnosti podniku v analytické části práce. Je nutné si uvědomit, že žádný ukazatel není schopen zachytit vnější i vnitřní faktory ovlivňující výkonnost podniku v jednom čísle. Proto jsem připomněl, že by firmy měly k měření výkonnosti přistupovat prostřednictvím komplexních metod, které se neopírají pouze o ekonomická kritéria. Právě prostřednictvím těchto komplexních přístupů je možné do podnikového systému řízení výkonnosti implementovat také kvalitativní a časové aspekty podnikání.

Po stručném představení firmy a jejího odvětví jsem provedl finanční analýzu, která mi poskytla cenné informace o situaci v podniku a pomohla mi formulovat také doporučení. Pro firmu je obzvláště důležité zaměřit se při tvorbě zisku, kdy je strana výnosů regulována, na efektivitu vynaložených nákladů. Proto by neměla ustávat aktivita zaměřená na zvýšení efektivity každé koruny nákladů. Ať už jde o množství použitého majetku (odprodej přebytečného), přes osobní náklady, až po daňovou optimalizaci. Dále by při posuzování nových projektů měly hrát důležitou roli náklady na kapitál firmy (tedy i vlastní!). Protože jen důsledným řízením efektivity vynaložených prostředků může být zachován rostoucí trend zisků společnosti.

V další části jsem zpracoval ekonomický model ukazatele EVA, který podle mého názoru více odpovídá ekonomické realitě než model účetní. V podmínkách české ekonomiky se setkáváme s problémy, které poněkud komplikují výpočet. Jedná se zvláště o výpočet nákladů na vlastní kapitál. Proto jsem použil několik různých metod, kterým jsem přiřadil váhy podle jejich významnosti pro danou firmu. Při posuzování výkonnosti podniku je totiž nezbytně nutné zohlednit fakt, že ani vlastní kapitál není podniku k dispozici zadarmo. To je zásadní nedostatek účetního modelu stejného ukazatele, který, jak jsem prokázal, dává naprosto zkreslené údaje.

Po kvantifikaci ukazatele EVA jsem prostřednictvím pyramidových rozkladů a citlivostní analýzy hledal faktory, které jsou pro výkonnost podniku rozhodující. Došel jsem k závěru, že hodnota EVA je nejvíce citlivá na změnu poměru přidané hodnoty k tržbám a na změnu krátkodobého cizího kapitálu. Další významné faktory jsou změny dlouhodobého hmotného majetku, rentability investovaného kapitálu, tržeb a pohledávek. Výraznější vliv mají také náklady na vlastní kapitál, podíl odpisů a osobních nákladů na tržbách.

V poslední části jsem navrhl využití stávajícího informačního systému podniku pro kvantifikaci faktorů působících na tvorbu hodnoty v podniku. Také jsem jednotlivé části ukazatele rozčlenil podle hierarchické struktury podniku, což umožňuje nejen přesné měření podnikové výkonnosti, ale především také jeho řízení.

Domnívám se, že tato práce poskytuje managementu podniku zajímavý pohled na výkonnost firmy, protože zahrnuje i často opomíjené faktory. Podle mého názoru jsem zadání diplomové práce splnil.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**Monografie:**

- [1] BLAHA Z., JINDŘICHOVSKÁ I. *Podnikové finance*. Praha: Management Press, s.r.o, 2001. ISBN 80-7261-025-2.
- [2] BRIGHAM, E. F., EHRHARDT, M. C. *Financial Management: Theory and Practice*. Mason: Thomson South-Western, 2004. ISBN 0-324-22416-8.
- [3] BRIGHAM, E. F., HOUSTON, J. F. *Fundamentals of Financial Management*. Mason: Thomson South-Western, 2005. ISBN 0-324-17829-8.
- [4] FOTR, J., SOUČEK I. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2005. ISBN 80-247-0939-2.
- [5] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1997. ISBN 80-7079-257-4.
- [6] HORVÁTH a kol. *Nová koncepce controllingu*. Praha: Profess Consulting, s.r.o., 2004. ISBN 80-7259-002-2.
- [7] KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. *Finance podniku*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2004. ISBN 80-7318-128-6.
- [8] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2005. ISBN 80-86119-36-X.
- [9] NEUMAIEROVÁ, I. *Aplikace řízení hodnoty*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2003. ISBN 80-245-0536-3.
- [10] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2001. ISBN 80-247-0125-1.
- [11] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Řízení podnikových financí*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2003. ISBN 80-7318-128-2.
- [12] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, s.r.o., 2005. ISBN 80-86131-63-7.
- [13] PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení*. Praha: Grada Publishing, s.r.o., 2005. ISBN 80-247-1046-3.

- [14] PITRA, Z. *Zvyšování podnikatelské výkonnosti firmy*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2001. ISBN 80-86119-64-5.
- [15] SEDLÁČEK, J. *Výkonnost Účetní data v rukou manažera – finanční analýza*. Praha: Computer Press, s.r.o., 2001. ISBN 80-7226-562-8.
- [16] SYNEK, M. *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2003. ISBN 80-247-0515-X.
- [17] ŠULÁK, M., VACÍK, E. *Měření výkonnosti firem*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2005. ISBN 80-86754-33-2.
- [18] YOUNG, S. D, O`BYRNE, S. F. *Výkonnost EVA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill., 2001. ISBN 0-07-136439-0.

Elektronické články:

- [19] Měření výkonnosti firem. *Moderní řízení* [online]. 2004 [cit. 2006-03-15]. Dostupný z WWW: <<http://modernirizeni.ihned.cz/>>.
- [20] Vyznáte se v hodnotových ukazatelích? KISLINGEROVÁ, E. *Moderní řízení* [online]. 2004 [cit. 2006-03-15]. Dostupný z WWW: <<http://modernirizeni.ihned.cz/>>.

Webové stránky:

- [21] <http://www.eva.com>
- [22] <http://www.eru.cz>
- [23] <http://www.damodaran.com>
- [24] <http://www.evanomics.com>
- [25] <http://www.mpo.cz>
- [26] <http://www.rwe-jmp.cz>
- [27] <http://www.rwe-smp.cz>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

BSC	Balanced Scorecard – vyvážené skóre
CAPM	Capital Asset Pricing Model – model oceňování kapitálových aktiv
CFROI	Cash Flow Return on Investment – provozní návratnost investice
DCF	Discounted Cash Flow – diskontované cash flow
EAT	Earnings After Taxes – čistý zisk
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes – zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – zisk před úroky, zdaněním a odpisy
EBT	Earnings Before Taxes – zisk před zdaněním
EFQM	European Foundation for Quality Management – Evropská nadace pro management kvality
EPS	Earnings per Share – zisk na akcii
EVA	Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota
FCF	Free Cash Flow – volné cash flow
IRR	Internal Rate of Return – vnitřní výnosové procento
MVA	Market Value Added – hodnota přidaná trhem
NOA	Net Operating Assets – čistá operativní aktiva
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes – zisk z hlavní činnosti po zdanění
NPV	Net Present Value – čistá současná hodnota
PV	Present Value – současná hodnota
ROA	Return on Assets – rentabilita aktiv
ROE	Return on Equity – rentabilita vlastního kapitálu
ROI	Return on Investment – návratnost investic
RONA	Return on Net Assets – rentabilita čistých aktiv

ROS	Return on Sales – rentabilita tržeb
SVA	Shareholder Value Added – hodnota přidaná pro akcionáře
TSR	Total Shareholder Return – celkové jmění akcionářů
VBM	Value Based Management – hodnotové řízení podniku
WACC	Weighted Average Costs of Capital – průměrné vážené náklady kapitálu

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Rozdělení tradičních ukazatelů výkonnosti	17
Obr. 2. Princip ukazatele Total Shareholder Return (TSR)	21
Obr. 3. Schéma konstrukce ukazatele CFROI	22
Obr. 4. Podíl regionálních distribučních společností (RDS) na spotřebě zemního plynu v ČR.....	35
Obr. 5. Působnost JMP, a.s. v rámci ČR a struktura hlavních akcionářů	36
Obr. 6. Systém plynárenské soustavy a podzemních zásobníků v ČR.....	38
Obr. 7. Vývoj počtu zaměstnanců JMP, a.s. v letech 2001 – 2004.....	39
Obr. 8. Kvalifikační struktura zaměstnanců společnosti	39
Obr. 9. Spider graf – JMP, a.s. a SMP, a.s.....	43
Obr. 10. Spider graf – JMP, a.s. a odvětví	43
Obr. 11. Klasické ukazatele výkonnosti – JMP, a.s.	44
Obr. 12. Vývoj EVA a vstupních veličin v letech 2001 - 2004	61
Obr. 13. Struktura informací o faktorech ovlivňujících EVA v podniku	78

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Posun paradigmatu u ukazatelů při měření výkonnosti společností	16
Tab. 2. Kritéria Spider grafu pro rok 2004	42
Tab. 3. Závazky z leasingu.....	47
Tab. 4. Odhad hodnoty Goodwill	48
Tab. 5. Výše vyčleněného DFM z rozvahy	49
Tab. 6. Vývoj nedokončených investic v letech 2000 – 2004	49
Tab. 7. Struktura neúročeného cizího kapitálu	50
Tab. 8. Vymezení NOA v jednotlivých letech.....	50
Tab. 9. Vývoj nákladových úroků.....	51
Tab. 10. Vyloučené mimořádné položky	51
Tab. 11. Vyloučené výnosy.....	51
Tab. 12. NOPAT v jednotlivých letech.....	52
Tab. 13. Vymezení kapitálu podniku – po úpravách	52
Tab. 14. Odhad nákladů na bankovní úvěry	53
Tab. 15. Odhad nákladů na bankovní úvěry – alternativní způsob.....	54
Tab. 16. Náklady na bankovní úvěr	54
Tab. 17. Stanovení nákladů na dluhopisy	55
Tab. 18. Průměrné náklady na cizí kapitál.....	55
Tab. 19. Výpočet nákladů na vlastní kapitál – metoda CAPM.....	56
Tab. 20. Náklady na kapitál podle poměru P/E	57
Tab. 21. Náklady na kapitál - rentabilita odvětví.....	57
Tab. 22. Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál	58
Tab. 23. Náklady na vlastní kapitál – dividendový model.....	58
Tab. 24. Náklady na kapitál – stavebnicová metoda.....	59
Tab. 25. Náklady na vlastní kapitál – komplexní stavebnicová metoda.....	59
Tab. 26. Průměrné náklady na vlastní kapitál.....	59
Tab. 27. Výpočet WACC v jednotlivých letech	60
Tab. 28. Výpočet EVA.....	60
Tab. 29. Výpočet EVA – účetní model.....	61
Tab. 30. Citlivostní analýza (2004).....	72
Tab. 31 Vliv změn ukazatelů na vrcholový ukazatel EVA.....	74

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Porovnání výkonnostních měřítek

Příloha P II: Finanční analýza

Příloha P III: Struktura rizikových premií

Příloha P IV: Pyramidové rozklady

Příloha P V: Generátory hodnoty

PŘÍLOHA P I: POROVNÁNÍ VÝKONNOSTNÍCH MĚŘÍTEK

	EBIT	NOPAT	ČZ	RONA	EPS	EVA	RI	CVA	MVA	TSR	Excess Return	Volné CF	DCF/SVA	CFROI	TBR
Jednotka	Kč	Kč	Kč	%	Kč	Kč	Kč	Kč	Kč	%	Kč	Kč	Kč	%	%
N_{CK}	ne	ne	ano	ne	ano	ano	ano	ano	*	*	ano	ne	ano	ne ^{**}	ano
N_{VK}	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ano	ano	*	*	ano	ne	ano	ne ^{**}	ano
Úprava o inflaci	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ano
Měřitelné na divizní úrovni	ano	ano	ano	ano	ne	ano	ano	ano	ne	ne	ne	ano	ano	ano	ano
Obsahuje hodnotu růstových příležitostí	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ano	ano	ne	ano	ne	ano
Podnikové plánování	++	++	++	++	++	++	++	++	0	0	0	++	++	0	++
Ocenění podniku	+	+	+	+	+	++	+	++	+++	+++	+++	+	+++	+	+
Portfolio management	+	+	+	+	+	+	+	++	++	+++	+++	+	+++	++	+
Odměňování	+	+	+	+	+	+++	++	++	+	+	+	+	+	0	0
Jednoduchost řízení a komunikace s využitím ukazatele	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	0	0	0	+++	++	0	+
Výpočet ukazatele ^{***}	1	2	1	2	1	4	3	3	1	4	4	1	4	5	5

Vysvětlivky:

+++ vysoká možnost využití, ++ střední možnost využití, + nízká možnost využití, 0 nelze využít

* náklady na kapitál nejsou v tržních ukazatelích explicitně vyjádřeny, jsou však reflektovány v diskontní sazbě převodu budoucích CF nebo EVA na současnou hodnotu

** náklady na kapitál jsou obsaženy až ve spreadu CFROI – $WACC_{reál}$ a při ocenění podniku pomocí konceptu CFROI

*** 1 – jednoduchý, 2 – jednoduchý s nutností úprav, 3 – mírně náročný, 4 – průměrně náročný, 5 – náročný [12]

PŘÍLOHA P II: FINANČNÍ ANALÝZA

Procentuální rozbor položek rozvahy

		2001		2002		
		Aktiva celkem	14 257 109	100%	15 980 711	100%
A.		Pohledávky za upsaný VK	0		0	
B.		Dlouhodobý majetek	7 221 527	50,7%	7 007 339	43,8%
B. I.		<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>59 588</i>	<i>0,42%</i>	<i>90 395</i>	<i>0,57%</i>
	1	Nehm. výsledky výzkumu a výv.	35 598	0,25%	0	0,00%
	2	Software	22 706	0,16%	56 541	0,35%
	3	Jiný dl. nehmotný majetek	0	0,00%	32 893	0,21%
	4	Nedokončený dl. nehm. maj.	1 284	0,01%	961	0,01%
	5	Poskytnuté zálohy na DNM	0	0,00%	0	0,00%
B. II.		<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>6 709 445</i>	<i>47,06%</i>	<i>6 906 562</i>	<i>43,22%</i>
	1	Pozemky	94 254	0,66%	95 025	0,59%
	2	Stavby	5 249 458	36,8%	5 809 357	36,3%
	3	Sam. mov. věci a soub. mov.v.	491 234	3,45%	628 444	3,93%
	4	Jiný DHM	4 315	0,03%	2 221	0,01%
	5	Nedokončený DHM	649 004	4,55%	126 099	0,79%
	6	Poskytnuté zálohy na DHM	221 180	1,55%	245 416	1,54%
B. III		<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>452 494</i>	<i>3,17%</i>	<i>10 382</i>	<i>0,06%</i>
	1	Podíly v ovládaných a říz. os.	2 352	0,02%	0	0,00%
	2	Podíly v úč.j. s podstat. vlivem	446 830	3,13%	7 162	0,04%
	3	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	3 312	0,02%	3 220	0,02%
C.		Oběžná aktiva	6 753 271	47,4%	8 675 642	54,3%
C. I.		<i>Zásoby</i>	<i>63 548</i>	<i>0,45%</i>	<i>46 304</i>	<i>0,29%</i>
	1	Materiál	62 593	0,44%	45 308	0,28%
	2	Zboží	955	0,01%	996	0,01%
C. II.		<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>0</i>	<i>0,00%</i>	<i>100 567</i>	<i>0,63%</i>
	1	Jiné pohledávky	0	0,00%	136	0,00%
	2	Odložená daňová pohledávka	0	0,00%	100 431	0,63%
C. III		<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>4 448 031</i>	<i>31,20%</i>	<i>5 718 821</i>	<i>35,79%</i>
	1	Pohledávky z obch. vztahů	568 413	3,99%	78 623	0,49%
	2	Pohl. za podniky ve skupině	4 001	0,03%	0	0,00%
	3	Pohledávky za společníky	0	0,00%	1 000	0,01%
	4	Stát-daňové pohledávky	610 463	4,28%	314 064	1,97%
	5	Ostatní poskytnuté zálohy	10 210	0,07%	17 751	0,11%
	6	Dohadné účty aktivní	3 255 845	22,8%	5 306 898	33,2%
	7	Jiné pohledávky	-901	-0,01%	485	0,00%
C. IV.		<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>2 241 692</i>	<i>15,72%</i>	<i>2 809 950</i>	<i>17,58%</i>
	1	Peníze	65 232	0,46%	778	0,00%
	2	Účty v bankách	34 832	0,24%	103 172	0,65%
	3	Krátkodobé CP a podíly	2 141 628	15,0%	2 706 000	16,9%
D. I.		Časové rozlišení	282 311	2,0%	297 730	1,9%
	1	Náklady příštích období	277 995	1,95%	296 835	1,86%
	2	Příjmy příštích období	4 316	0,03%	895	0,01%

		Pasiva celkem	14 257 109	100%	15 980 711	100%
A.		Vlastní kapitál	5 088 706	35,7%	5 284 236	33,1%
A. I.		<i>Základní kapitál</i>	2 687 483	18,85%	2 687 483	16,82%
			2001		2002	
		Pasiva celkem	14 257 109	100 %	15 980 711	100 %
	1	Základní kapitál	2 687 483	18,8%	2 687 483	16,8%
A. II.		<i>Kapitálové fondy</i>	1 050 821	7,37%	1 054 360	6,60%
	2	Ostatní kapitálové fondy	1 050 821	7,37%	1 089 381	6,82%
	3	Oc. rozdíly z přec. maj. a závazků	0	0,00%	-35 021	-0,22%
A. II.		<i>Fondy ze zisku</i>	1 003 743	7,04%	1 006 285	6,30%
	1	Zákonný rezervní fond	556 897	3,91%	556 897	3,48%
	2	Statutární a ostatní fondy	446 846	3,13%	449 388	2,81%
A. IV.		<i>HV minulých let</i>	0	0,00%	96 193	0,60%
	1.	Ner. zisk minulých let	0	0,00%	96 193	0,60%
A. V.		HV běžného účetního období	346 659	2,4%	439 915	2,8%
B.		Cizí zdroje	8 699 144	61,0%	10 696 475	66,9%
B. I.		<i>Rezervy</i>	42 982	0,30%	105 082	0,66%
	1	Rezerva na daň z příjmů	0	0,00%	64 172	0,40%
	2	Ostatní rezervy	42 982	0,30%	40 910	0,26%
B. II.		<i>Dlouhodobé závazky</i>	700 000	4,91%	0	0,00%
	1	Vydané dluhopisy	700 000	4,91%	0	0,00%
	2	Odložený daňový závazek	0	0,00%	0	0,00%
B. III		<i>Krátkodobé závazky</i>	7 518 662	52,74%	9 453 893	59,16%
	1	Závazky z obchodních vztahů	2 226 483	15,6%	1 644 263	10,2%
	2	Závazky-ovládající a řídicí osoba	0	0,00%	0	0,00%
	3	Závazky ke spol. a sdružení	3 015	0,02%	357	0,00%
	4	Závazky k zaměstnancům	24 234	0,17%	24 827	0,16%
	5	Závazky ze SZ a ZP	14 645	0,10%	15 182	0,10%
	6	Stát-daň. závazky a dotace	9 558	0,07%	4 851	0,03%
	7	Krátkodobé přijaté zálohy	5 234 671	36,7%	7 614 053	47,6%
	8	Dohadné účty pasivní	5 199	0,04%	114 201	0,71%
	9	Jiné závazky	857	0,01%	36 159	0,23%
B. IV		<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	437 500	3,07%	1 137 500	7,12%
	1	Krátkodobé bankovní úvěry	437 500	3,07%	437 500	2,74%
	2	Krátkodobé fin. výpomoci	0	0,00%	700 000	4,38%
C. I.		Časové rozlišení	469 259	3,3%	0	0,0%
	1	Výdaje příštích období	469 259	3,29%	0	0,00%

			2003		2004	
		Aktiva celkem	15 777 335	100%	14 733 542	100%
A.		Pohledávky za upsaný VK	0		0	
B.		Dlouhodobý majetek	8 827 324	55,9%	8 613 707	58,5%
B. I.		<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>82 887</i>	<i>0,53%</i>	<i>58 995</i>	<i>0,40%</i>
	1	Nehm. výsledky výzkumu a výv.	0	0,00%	0	0,00%
	2	Software	61 262	0,39%	46 763	0,32%
	3	Jiný dl. nehmotný majetek	21 625	0,14%	11 629	0,08%
	4	Nedokončený dl. nehm. maj.	0	0,00%	140	0,00%
	5	Poskytnuté zálohy na DNM	0	0,00%	463	0,00%
B. II.		<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>8 736 217</i>	<i>55,37%</i>	<i>8 551 492</i>	<i>58,04%</i>
	1	Pozemky	101 326	0,64%	81 328	0,55%
	2	Stavby	7 897 559	50 %	7 800 914	52,9%
	3	Sam. mov. věci a soub. mov.v.	609 773	3,86%	524 968	3,56%
	4	Jiný DHM	2 193	0,01%	693	0,00%
	5	Nedokončený DHM	38 376	0,24%	43 208	0,29%
	6	Poskytnuté zálohy na DHM	86 990	0,55%	100 381	0,68%
B. III		<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>8 220</i>	<i>0,05%</i>	<i>3 220</i>	<i>0,02%</i>
	1	Podíly v ovládaných a říz. os.	0	0,00%	0	0,00%
	2	Podíly v úč.j. s podstat. vlivem	5 000	0,03%	0	0,00%
	3	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	3 220	0,02%	3 220	0,02%
C.		Oběžná aktiva	6 652 733	42,2%	5 826 266	39,5%
C. I.		<i>Zásoby</i>	<i>18 740</i>	<i>0,12%</i>	<i>6 339</i>	<i>0,04%</i>
	1	Materiál	4 146	0,03%	6 224	0,04%
	2	Zboží	14 594	0,09%	115	0,00%
C. II.		<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>60 860</i>	<i>0,39%</i>	<i>0</i>	<i>0,00%</i>
	1	Jiné pohledávky	0	0,00%	0	0,00%
	2	Odložená daňová pohledávka	60 860	0,39%	0	0,00%
C. III		<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>6 571 870</i>	<i>41,65%</i>	<i>5 819 302</i>	<i>39,50%</i>
	1	Pohledávky z obch. vztahů	62 236	0,39%	122 663	0,83%
	2	Pohl. za podniky ve skupině	887 386	5,62%	0	0,00%
	3	Pohledávky za společníky	800	0,01%	700	0,00%
	4	Stát-daňové pohledávky	351 234	2,23%	106 419	0,72%
	5	Ostatní poskytnuté zálohy	10 731	0,07%	3 127	0,02%
	6	Dohadné účty aktivní	5 258 577	33,3%	5 584 004	37,9%
	7	Jiné pohledávky	906	0,01%	2 389	0,02%
C. IV.		<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>1 263</i>	<i>0,01%</i>	<i>625</i>	<i>0,00%</i>
	1	Peníze	1 190	0,01%	556	0,00%
	2	Účty v bankách	73	0,00%	69	0,00%
	3	Krátkodobé CP a podíly	0	0,00%	0	0,00%
D. I.		Časové rozlišení	297 278	1,9%	293 569	2,0%
	1	Náklady příštích období	297 278	1,88%	293 569	1,99%
	2	Příjmy příštích období	0	0,00%	0	0,00%
		Pasiva celkem	15 777 335	100%	14 733 542	100%
A.		Vlastní kapitál	6 178 734	39,2%	6 318 688	42,9%
A. I.		<i>Základní kapitál</i>	<i>2 687 483</i>	<i>17,03%</i>	<i>2 687 483</i>	<i>18,24%</i>
	1	Základní kapitál	2 687 483	17%	2 687 483	18%

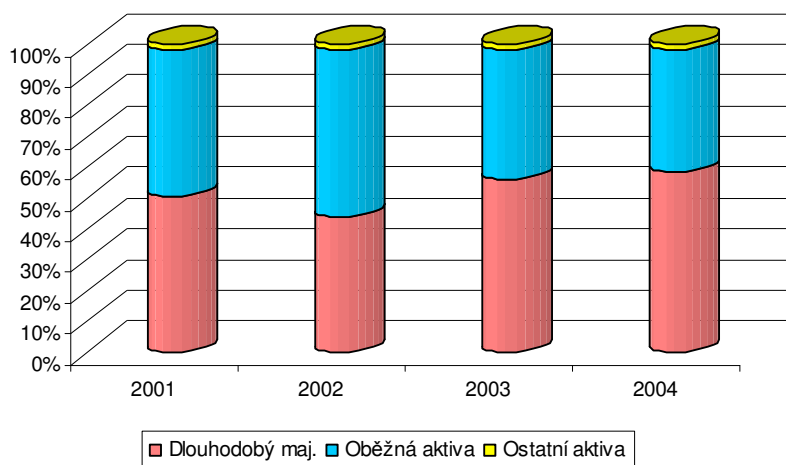
A.	II.	<i>Kapitálové fondy</i>	1 949 314	12,36 %	1 997 049	13,55 %
		2 Ostatní kapitálové fondy	1 949 314	12,3%	1 997 049	13,5%
			2003		2004	
		Pasiva celkem	15 777 335	100 %	14 733 542	100 %
		3 Oc. rozd. z přec. maj. a závazků	0	0,00%	0	0,00%
A.	III.	<i>Fondy ze zisku</i>	1 007 867	6,39%	1 006 137	6,83%
		1 Zákonný rezervní fond	556 897	3,53%	556 897	3,78%
		2 Statutární a ostatní fondy	450 970	2,86%	449 240	3,05%
A.	IV.	<i>HV minulých let</i>	1 399	0,01%	587	0,00%
		1 Ner. zisk minulých let	1 399	0,01%	587	0,00%
A.	V.	<i>HV běžného účetního období</i>	532 671	3,4%	627 432	4,26%
B.		Cizí zdroje	9 598 601	60,8%	8 414 854	57,1%
B.	I.	<i>Rezervy</i>	226 303	1,43%	103 470	0,70%
		1 Rezerva na daň z příjmů	77 574	0,49%	0	0,00%
		2 Ostatní rezervy	148 729	0,94%	103 470	0,70%
B.	II.	<i>Dlouhodobé závazky</i>	0	0,00%	73 839	0,50%
		1 Vydané dluhopisy	0	0,00%	0	0,00%
		2 Odložený daňový závazek	0	0,00%	73 839	0,50%
B.	III.	<i>Krátkodobé závazky</i>	9 372 298	59,40 %	8 237 545	55,91 %
		1 Závazky z obchodních vztahů	1 467 089	9,30%	1 319 929	8,96%
		2 Závazky-ovládající a řídicí osoba	0	0,00%	122 070	0,83%
		3 Závazky ke spol. a sdružení	542	0,00%	718	0,00%
		4 Závazky k zaměstnancům	20 124	0,13%	18 477	0,13%
		5 Závazky ze SZ a ZP	11 334	0,07%	10 615	0,07%
		6 Stát-daň. závazky a dotace	3 265	0,02%	12 001	0,08%
		7 Krátkodobé přijaté zálohy	7 837 594	49,6%	6 630 017	45,0%
		8 Dohadné účty pasivní	31 215	0,20%	122 662	0,83%
		9 Jiné závazky	1 135	0,01%	1 056	0,01%
B.	IV.	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	0	0,00%	0	0,00%
		1 Krátkodobé bankovní úvěry	0	0,00%	0	0,00%
		2 Krátkodobé fin. výpomoci	0	0,00%	0	0,00%
C.	I.	Časové rozlišení	0	0,0%	0	0,0%
		1 Výdaje příštích období	0	0,00%	0	0,00%

Procentuální rozbor položek rozvahy - odvětví

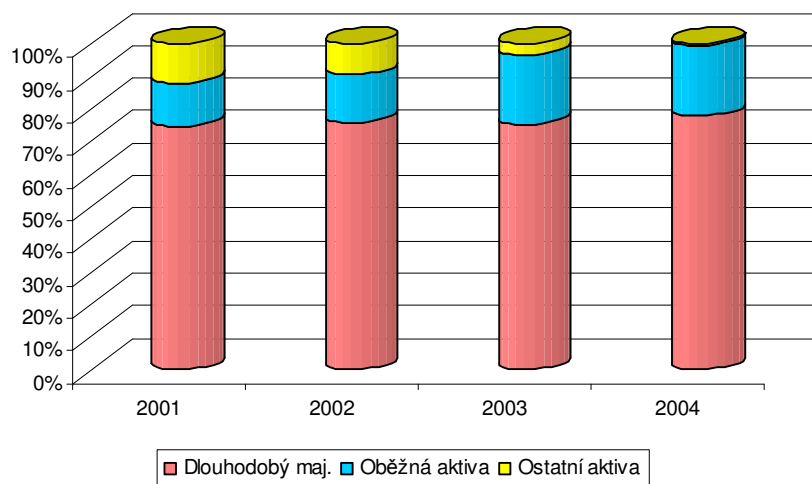
	2001	2002	2003	2004
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Stálá aktiva	74,89	74,00	75,42	77,95
DNM + DHM	70,29	69,49	67,20	63,77
DFM + ostatní aktiva	4,6	4,51	8,22	14,18
Oběžná aktiva	13,14	14,28	21,43	21,65
Zásoby	3,77	3,77	3,45	2,96
Pohledávky	5,52	5,54	13,66	15,21
Finanční majetek	3,86	4,98	4,32	3,48
Ostatní aktiva	11,97	9,04	3,15	0,40

PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	57,57	58,07	60,5	62,3
Cizí zdroje	39,56	39,22	37,2	35,7
Rezervy	4,28	6,97	6,00	5,5
Dlouhodobé závazky	8,13	7,75	5,6	11,1
Dluhopisy a směnky	3,83	3,05	3,8	2,3
Krátkodobé závazky	17,20	16,77	17,40	15,0
Bankovní úv. a výpom	9,95	7,73	8,2	4,1
Bankovní úvěry dlouh.	7,31	5,58	3,0	2,9
Běžné bankovní úv.	2,64	2,15	5,2	1,3
Ostatní pasiva	2,87	2,71	2,3	2,0

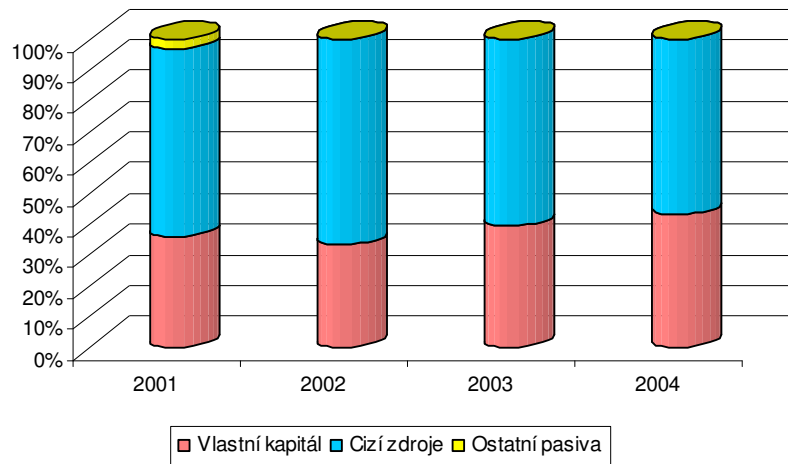
Výsledky procentuálního rozboru jsem shrnul do následujících grafů:



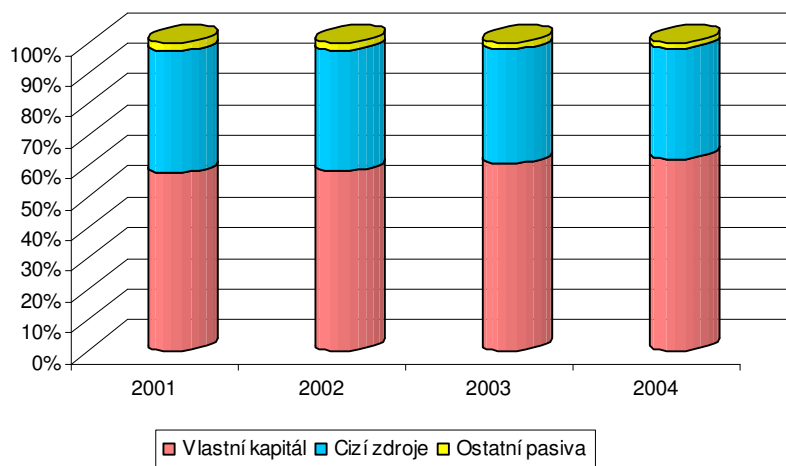
Grafické srovnání struktury aktiv – JMP, a.s.



Struktura aktiv – odvětví



Struktura pasiv – JPM, a.s.



Struktura pasiv – odvětví

Z uvedených tabulek a grafů je patrný značný rozdíl mezi strukturou majetku firmy a strukturou majetku v celém odvětví – např. podíl stálého majetku firmy na celkovém majetku je asi 50 – 60 %, u odvětví je tento poměr asi 70 %. Prudký nárůst dlouhodobého hmotného majetku v roce 2003 byl zapříčiněn odkupem plynárenského zařízení od měst a obcí. V roce 2004 došlo naopak k jeho snížení (stejně jako ke snížení celkových aktiv) a to z důvodu odprodeje nadbytečného a neefektivního majetku. Během sledovaného období došlo k dvoj a trojnásobnému navýšení v položce software. Tento vývoj je spjat se zavádě-

ním moderních informačních technologií (mySAP.com) s důrazem na kvalitní obsluhu zákazníků.

Na oběžných aktivech mají největší podíl dohadné účty aktivní, které představují hodnotu dosud nevyfakturovaného plynu. Průběžný pokles stavu zásob ve všech sledovaných letech je výsledkem snahy o jejich minimalizaci a zlepšení logistických procesů. Značný nárůst pohledávek za podniky ve skupině byl zapříčiněn zavedením cash poolingů v rámci skupiny RWE. S tímto je také spojen pokles finančního majetku, který také ovlivnil odkup značného množství plynárenského zařízení od měst a obcí a splacení veškerých bankovních úvěrů a obligací. Vysoké konečné stavy finančního majetku nevypovídají o neefektivním nakládání s prostředky firmy. Naopak, část finančního majetku je spravována správcem aktiv a část formou termínovaných depozit a bankovních směnek.

I v položkách vlastního kapitálu a cizích zdrojů je podobně značný rozdíl. Proti odvětví je majetek mnohem více financován cizím kapitálem. Tento však ale představují především závazky z obchodního styku (přijaté zálohy), tudíž bezúročný kapitál. Podnik ke svému financování bankovní úvěry téměř nepoužívá. Tato situace je samozřejmě pro firmu výhodná. Firma od roku 2003 využívá cash poolingů, který představuje optimální řešení v oblasti řízení finančních zdrojů ekonomicky spjaté skupiny společností. Na základě koncentrace zdrojů dochází ke zhodnocení nebo k dočasnému dorovnání rozdílu mezi debetními a kreditními zůstatky. Poměr mezi cizím a vlastním kapitálem popisují ukazatele zadluženosti, které jsou uvedeny dále.

Vývojové trendy položek rozvahy – JMP, a.s.

			2001	2002	02/01
		Aktiva celkem	14 257 109	15 980 711	12%
A.		Pohledávky za upsaný VK	0	0	0
B.		Dlouhodobý majetek	7 221 527	7 007 339	-3,0%
B.	I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	59 588	90 395	51,7%
	1	Nehm. výsledky výzkumu a výv.	35 598	0	-100%
	2	Software	22 706	56 541	149,%
	3	Jiný dl. nehmotný majetek	0	32 893	100,%
	4	Nedokončený dl. nehm. maj.	1 284	961	-25,2%
	5	Poskytnuté zálohy na DNM	0	0	0,0%
B.	II.	Dlouhodobý hmotný majetek	6 709 445	6 906 562	2,9%
	1	Pozemky	94 254	95 025	0,8%
	2	Stavby	5 249 458	5 809 357	10,7%

			2001	2002	02/01
		3 Sam. mov. věci a soub. mov.v.	491 234	628 444	27,9%
		4 Jiný DHM	4 315	2 221	-48,5%
		5 Nedokončený DHM	649 004	126 099	-80,6%
		6 Poskytnuté zálohy na DHM	221 180	245 416	11,0%
B.	III.	Dlouhodobý finanční majetek	452 494	10 382	-97,7%
		1 Podíly v ovládaných a říz. os.	2 352	0	-100%
		2 Podíly v úč.j. s podstat. vlivem	446 830	7 162	-98,4%
		3 Ostatní dlouhodobé CP a podíly	3 312	3 220	-2,8%
C.		Oběžná aktiva	6 753 271	8 675 642	28,5%
C.	I.	Zásoby	63 548	46 304	-27,1%
		1 Materiál	62 593	45 308	-27,6%
		2 Zboží	955	996	4,3%
C.	II.	Dlouhodobé pohledávky	0	100 567	100%
		1 Jiné pohledávky	0	136	100%
		2 Odložená daňová pohledávka	0	100 431	100%
C.	III.	Krátkodobé pohledávky	4 448 031	5 718 821	28,6%
		1 Pohledávky z obch. vztahů	568 413	78 623	-86,2%
		2 Pohl. za podniky ve skupině	4 001	0	-100%
		3 Pohledávky za společníky	0	1 000	100%
		4 Stát-daňové pohledávky	610 463	314 064	-48,6%
		5 Ostatní poskytnuté zálohy	10 210	17 751	73,9%
		6 Dohadné účty aktivní	3 255 845	5 306 898	63,0%
		7 Jiné pohledávky	-901	485	-154%
C.	IV.	Krátkodobý finanční majetek	2 241 692	2 809 950	25,3%
		1 Peníze	65 232	778	-98,8%
		2 Účty v bankách	34 832	103 172	196%
		3 Krátkodobé CP a podíly	2 141 628	2 706 000	26,4%
D.	I.	Časové rozlišení	282 311	297 730	5,5%
		1 Náklady příštích období	277 995	296 835	6,78%
		2 Příjmy příštích období	4 316	895	-79,3%
		Pasiva celkem	14 257 109	15 980 711	12%
A.		Vlastní kapitál	5 088 706	5 284 236	3,8%
A.	I.	Základní kapitál	2 687 483	2 687 483	0,00%
		1 Základní kapitál	2 687 483	2 687 483	0,00%
A.	II.	Kapitálové fondy	1 050 821	1 054 360	0,34%
		2 Ostatní kapitálové fondy	1 050 821	1 089 381	3,67%
		3 Oc. rozdíly z přec. maj. a závazků	0	-35 021	0%
A.	III.	Fondy ze zisku	1 003 743	1 006 285	0,25%
		1 Zákonný rezervní fond	556 897	556 897	0,00%
		2 Statutární a ostatní fondy	446 846	449 388	0,6%
A.	IV.	HV minulých let	0	96 193	100%
		1 Ner. zisk minulých let	0	96 193	100%
A.	V.	HV běžného účetního období	346 659	439 915	26,9%
B.		Cizí zdroje	8 699 144	10 696 475	23,0%
B.	I.	Rezervy	42 982	105 082	144,5%
		1 Rezerva na daň z příjmů	0	64 172	100%
		2 Ostatní rezervy	42 982	40 910	-4,8%
B.	II.	Dlouhodobé závazky	700 000	0	-100%
		1 Vydané dluhopisy	700 000	0	-100%

			2001	2002	02/01	
		2	Odložený daňový závazek	0	0	0,0%
B.	III.		Krátkodobé závazky	7 518 662	9 453 893	25,7%
		1	Závazky z obchodních vztahů	2 226 483	1 644 263	-26,1%
		2	Závazky-ovládající a řídicí osoba	0	0	0,0%
		3	Závazky ke spol. a sdružení	3 015	357	-88,2%
		4	Závazky k zaměstnancům	24 234	24 827	2,4%
		5	Závazky ze SZ a ZP	14 645	15 182	3,7%
		6	Stát-daň. závazky a dotace	9 558	4 851	-49,2%
		7	Krátkodobé přijaté zálohy	5 234 671	7 614 053	45,5%
		8	Dohadné účty pasivní	5 199	114 201	2097%
		9	Jiné závazky	857	36 159	4119%
B.	IV.		Bankovní úvěry a výpomoci	437 500	1 137 500	160,0%
		1	Krátkodobé bankovní úvěry	437 500	437 500	0,0%
		2	Krátkodobé fin. výpomoci	0	700 000	100%
C.	I.		Časové rozlišení	469 259	0	-100%
		1	Výdaje příštích období	469 259	0	-100%

			2003	03/02	2004	04/03	
			Aktiva celkem	15 777 335	-1,3%	14 733 542	-6,6%
A.			Pohledávky za upsaný VK	0	0	0	0
B.			Dlouhodobý majetek	8 827 324	26,0%	8 613 707	-2,4%
B.	I.		Dlouhodobý nehmotný majetek	82 887	-8,3%	58 995	-29%
		1	Nehm. výsledky výzkumu a výv.	0	0,0%	0	0,0%
		2	Software	61 262	8,3%	46 763	-24%
		3	Jiný dl. nehmotný majetek	21 625	-34%	11 629	-46%
		4	Nedokončený dl. nehm. maj.	0	-100%	140	100,0%
		5	Poskytnuté zálohy na DNM	0	0,0%	463	100,0%
B.	II.		Dlouhodobý hmotný majetek	8 736 217	26,5%	8 551 492	-2,1%
		1	Pozemky	101 326	6,6%	81 328	-20%
		2	Stavby	7 897 559	35,9%	7 800 914	-1,2%
		3	Sam. mov. věci a soub. mov.v.	609 773	-3,0%	524 968	-14%
		4	Jiný DHM	2 193	-1,3%	693	-68%
		5	Nedokončený DHM	38 376	-69%	43 208	12,6%
		6	Poskytnuté zálohy na DHM	86 990	-64%	100 381	15,4%
B.	III.		Dlouhodobý finanční majetek	8 220	-21%	3 220	-61%
		1.	Podíly v ovládaných a říz. os.	0	0,0%	0	0,0%
		2.	Podíly v úč.j. s podstat. vlivem	5 000	-30%	0	-100%
		3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	3 220	0,0%	3 220	0,0%
C.			Oběžná aktiva	6 652 733	-23%	5 826 266	-12%
C.	I.		Zásoby	18 740	-60%	6 339	-66%
		1	Materiál	4 146	-91%	6 224	50,1%
		2	Zboží	14 594	1365%	115	-99%
C.	II.		Dlouhodobé pohledávky	60 860	-40%	0	-100%
		1	Jiné pohledávky	0	-100%	0	0,0%
		2	Odložená daňová pohledávka	60 860	-40%	0	-100%

			2003	03/02	2004	04/03
C.	III.	Krátkodobé pohledávky	6 571 870	14,9%	5 819 302	-12%
		1 Pohledávky z obch. vztahů	62 236	-21%	122 663	97,1%
		2 Pohl. za podniky ve skupině	887 386	100%	0	-100%
		3 Pohledávky za společníky	800	-20%	700	-12%
		4 Stát-daňové pohledávky	351 234	11,8%	106 419	-69%
		5 Ostatní poskytnuté zálohy	10 731	-39%	3 127	-71%
		6 Dohadné účty aktivní	5 258 577	-0,9%	5 584 004	6,2%
		7 Jiné pohledávky	906	86,8%	2 389	164 %
C.	IV.	Krátkodobý finanční majetek	1 263	-100%	625	-51%
		1 Peníze	1 190	53,0%	556	-53%
		2 Účty v bankách	73	-99%	69	-5,5%
		3 Krátkodobé CP a podíly	0	-100%	0	0,0%
D.	I.	Časové rozlišení	297 278	-0,2%	293 569	-1,2%
		1 Náklady příštích období	297 278	0,15%	293 569	-1,2%
		2 Příjmy příštích období	0	-100%	0	0,00%
		Pasiva celkem	15 777 335	-1,3%	14 733 542	-6,6%
A.		Vlastní kapitál	6 178 734	16,9%	6 318 688	2,3%
A.	I.	Základní kapitál	2 687 483	0,00%	2 687 483	0,00%
		1 Základní kapitál	2 687 483	0,00%	2 687 483	0,00%
A.	II.	Kapitálové fondy	1 949 314	84,8%	1 997 049	2,45%
		2 Ostatní kapitálové fondy	1 949 314	78,9%	1 997 049	2,45%
		3 Oc. rozd. z přec. maj. a závazků	0	0,00%	0	0,00%
A.	III.	Fondy ze zisku	1 007 867	0,16%	1 006 137	-0,1%
		1 Zákonný rezervní fond	556 897	0,00%	556 897	0,00%
		2 Statutární a ostatní fondy	450 970	0,4%	449 240	-0,4%
A.	IV.	HV minulých let	1 399	-98%	587	-58%
		1 Ner. zisk minulých let	1 399	-98%	587	-58%
A.	V.	HV běžného účetního období	532 671	21,1%	627 432	17,8%
B.		Cizí zdroje	9 598 601	-10%	8 414 854	-12%
B.	I.	Rezervy	226 303	115 %	103 470	-54%
		1 Rezerva na daň z příjmů	77 574	20,9%	0	-100%
		2 Ostatní rezervy	148 729	264%	103 470	-30%
B.	II.	Dlouhodobé závazky	0	0,0%	73 839	100 %
		1 Vydané dluhopisy	0	0,0%	0	0,0%
		2 Odložený daňový závazek	0	0,0%	73 839	100%
B.	III.	Krátkodobé závazky	9 372 298	-0,9%	8 237 545	-12%
		1 Závazky z obchodních vztahů	1 467 089	-11%	1 319 929	-10%
		2 Závazky-ovládající a řídicí osoba	0	0,0%	122 070	100%
		3 Závazky ke spol. a sdružení	542	51,8%	718	32,5%
		4 Závazky k zaměstnancům	20 124	-19%	18 477	-8,2%
		5 Závazky ze SZ a ZP	11 334	-25%	10 615	-6,3%
		6 Stát-daň. závazky a dotace	3 265	-33%	12 001	267 %
		7 Krátkodobé přijaté zálohy	7 837 594	2,9%	6 630 017	-15%
		8 Dohadné účty pasivní	31 215	-73%	122 662	293 %
		9 Jiné závazky	1 135	-97%	1 056	-7,0%
B.	IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	-100%	0	0,0%
		1 Krátkodobé bankovní úvěry	0	-100%	0	0,0%
		2 Krátkodobé fin. výpomoci	0	-100%	0	0,0%
C.	I.	Časové rozlišení	0	0,0%	0	0,0%
		1 Výdaje příštích období	0	0,00%	0	0,00%

Procentuální rozbor položek výnosů

	2001		2002		2003		2004	
Tržby za prodej zboží	4 171	0,02%	4 750	0,03%	30 496	0,23%	4 125	0,03%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	13 689 155	59,3%	12 958 033	84,73%	13 213 691	98,8%	13 603 554	98,6%
Aktivace	218	0,00%	1 073	0,01%	1 236	0,01%	0	0,00%
Tržby z prodeje dlouh. majetku	74 128	0,3%	43 046	0,28%	17 778	0,13%	140 997	1,02%
Tržby z prodeje materiálu	0	0,00%	0	0,00%	125	0,00%	17 146	0,12%
Ostatní provozní výnosy	11 992	0,05%	17 895	0,12%	59 323	0,44%	13 168	0,10%
Tržby z prodeje CP a podílů	9 119 809	39,5%	2 194 749	14,35%	0	0,00%	0	0,00%
Výnosy z podílů v ovládaných a říz. osobách a v új. pod podstatným vlivem	75 359	0,33%	10 587	0,07%	0	0,00%	0	0,00%
Výnosy z kr. finančního majetku	104 980	0,45%	47 428	0,31%	0	0,00%	0	0,00%
Výnosové úroky	1 897	0,01%	14 917	0,10%	47 714	0,36%	10 279	0,07%
Ostatní finanční výnosy	318	0,00%	277	0,00%	58	0,00%	6 623	0,05%
Mimořádné výnosy	11 391	0,05%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
VÝNOSY CELKEM	23 093 418	100%	15 292 755	100%	13 370 421	100%	13 795 892	100%

Procentuální rozbor položek nákladů

	2001		2002		2003		2004	
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 497	0,01%	2 739	0,02%	34 469	0,27%	2 843	0,02%
Výkonová spotřeba	12 133 326	52,9%	11 115 240	74,8%	11 191 374	87%	11 664 108	88,65%
Osobní náklady	435 955	1,90%	462 024	3,11%	441 513	3,4%	441 427	3,36%
Daně a poplatky	4 890	0,02%	55 774	0,38%	27 093	0,2%	76 469	0,58%
Odpisy dlouh.nehm. a hmotného majetku	643 531	2,81%	513 825	3,46%	516 541	4,0%	578 347	4,40%
Zúst. cena prod.invest. majetku a mat.	65 153	0,28%	36 144	0,24%	6 954	0,0%	255 019	1,94%
Změna stavu rezerv a OP v prov. obl.	120 666	0,53%	316 424	2,13%	-10 008	-0,1%	-283 918	-2,16%
Ostatní provozní náklady	38 849	0,17%	124 397	0,84%	297 470	2,3%	131 421	1,00%
Prodané CP a podíly	9 130 670	39,8%	1 933 893	13,0%	0	0,0%	0	0,00%
Změna stavu rezerv a OP ve fin. obl.	82 180	0,36%	3 261	0,02%	0	0,0%	0	0,00%
Nákladové úroky	129 107	0,56%	125 888	0,85%	65 310	0,5%	925	0,01%
Převod finančních nákladů	6 011	0,03%	3 165	0,02%	1 597	0,0%	0	0,00%
Daň z příjmů za běžnou činnost	112 470	0,49%	166 588	1,12%	265 437	2,0%	290 216	2,21%
Mimořádné náklady	3 308	0,01%	0	0,00%	0	0,0%	0	0,00%
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	2 506	0,01%	0	0,00%	0	0,0%	0	0,00%
NÁKLADY CELKEM	22 911 119	100,0%	14 859 362	100,0%	12 837 750	100%	13 156 857	100,0%

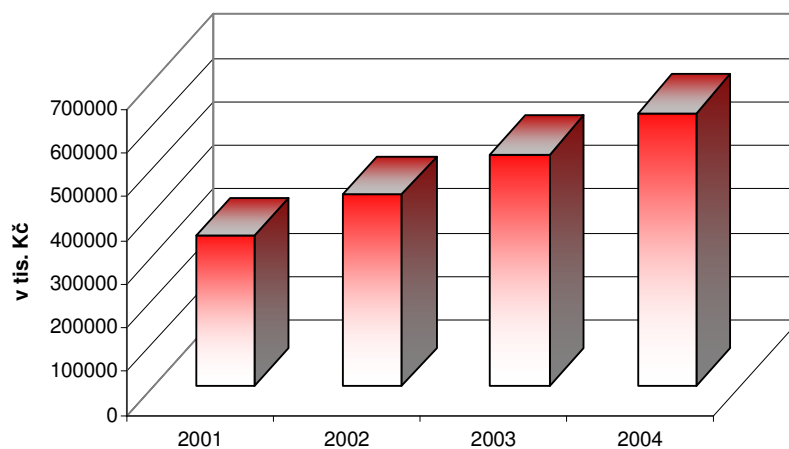
Vývojové trendy položek výkazu zisku a ztráty

	2001	2002	02/01	2003	03/02	2004	04/03
Tržby za prodej zboží	4 171	4 750	13,88%	30 496	542,0%	4 125	-86,5%
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 497	2 739	9,69%	34 469	1158,0%	2 843	-91,8%

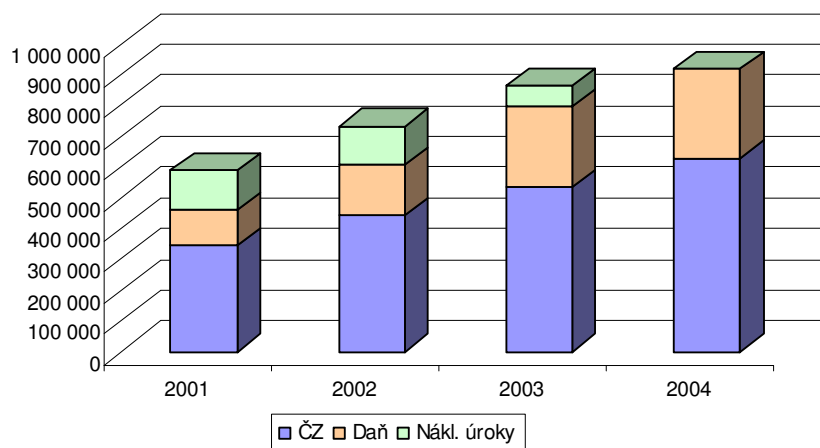
	2001	2002	02/01	2003	03/02	2004	04/03
Obchodní marže	1 674	2 011	20,13%	-3 973	-297,6%	1 282	-132,3%
Výkony	13 689 373	12 959 106	-5,33%	13 214 927	1,97%	13 603 554	2,94%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	13 689 155	12 958 033	-5,34%	13 213 691	1,97%	13 603 554	2,95%
Aktivace	218	1 073	392,2%	1 236	15,19%	0	-100,00%
Výkonová spotřeba	12 133 326	11 115 240	-8,39%	11 191 374	0,68%	11 664 108	4,22%
Přidaná hodnota	1 557 721	1 845 877	18,50%	2 019 580	9,41%	1 940 728	-3,90%
Osobní náklady	435 955	462 024	5,98%	441 513	-4,44%	441 427	-0,02%
Daně a poplatky	4 890	55 774	1040%	27 093	51,42%	76 469	182,25%
Odpisy dlouh. nehm. a hm. majetku	643 531	513 825	-20,16%	516 541	0,53%	578 347	11,97%
Tržby z prodeje invest. majetku a mat.	74 128	43 046	-41,93%	17 903	-58%	158 143	783,33%
Zúst. cena prodaného invest. majetku a mat.	65 153	36 144	-44,52%	6 954	-81%	255 019	3567,23%
Změna stavu rezerv a OP v prov. oblasti	120 666	316 424	162,2%	-10 008	-103%	-283 918	2736,9%
Ostatní provozní výnosy	11 992	17 895	49,22%	59 323	231,5%	13 168	-77,80%
Ostatní provozní náklady	38 849	124 397	220,2%	297 470	139,1%	131 421	-55,82%
Provozní HV	334 797	398 230	18,95%	817 243	105,2%	913 274	11,75%
Tržby z prodeje CP a podílů	9 119 809	2 194 749	-75,93%	0	-100,0%	0	0,00%
Prodané CP a podíly	9 130 670	1 933 893	-78,82%	0	-100,0%	0	0,00%
Výnosy z DFM	75 359	10 587	-85,95%	0	-100,0%	0	0,00%
Výnosy z krátkodobého fin. majetku	104 980	47 428	-54,82%	0	-100,0%	0	0,00%
Změna stavu rezerv a OP ve fin. oblasti	82 180	3 261	-96,03%	0	-100,0%	0	0,00%
Výnosové úroky	1 897	14 917	686,35%	47 714	219,9%	10 279	-78,46%
Nákladové úroky	129 107	125 888	-2,49%	65 310	-48,12%	925	-98,58%
Ostatní finanční výnosy	318	277	-12,89%	58	-79,06%	6 623	11319%
Ostatní finanční náklady	0	0	0,00%	0	0,00%	11 603	100,00%
Převod finančních nákladů	6 011	3 165	-47,35%	1 597	49,54%	0	-100,00%
HV z finančních operací	118 755	208 273	75,38%	-19 135	-109,2%	4 374	-122,86%
Daň z příjmů za běžnou činnost	112 470	166 588	48,12%	265 437	59,34%	290 216	9,34%
- splatná	112 470	171 149	52,17%	225 866	31,97%	155 518	-31,15%
- odložená	0	-4 561	-100,0%	39 571	-967,6%	134 698	240,40%
HV za běžnou činnost	341 082	439 915	28,98%	532 671	21,08%	627 432	17,79%
Mimořádné výnosy	11 391	0	-100,0%	0	0,00%	0	0,00%
Mimořádné náklady	3 308	0	-100,0%	0	0,00%	0	0,00%
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	2 506	0	-100,0%	0	0,00%	0	0,00%
- splatná	2 506	0	-100,0%	0	0,00%	0	0,00%
- odložená	0	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Mimořádný HV	5 577	0	-100,0%	0	0,00%	0	0,00%
HV za účetní období	346 659	439 915	26,90%	532 671	21,08%	627 432	17,79%
HV před zdaněním	461 635	606 503	31,38%	798 108	32%	917 648	14,98%
Výnosy celkem	23 093 418	15 292 755	-33,78%	13 370 421	-12,57%	13 795 892	3,18%
Náklady celkem	22 911 119	14 859 362	-35,14%	12 837 750	-13,60%	13 156 857	2,49%
EBIT	590 742	732 391	23,98%	863 418	17,9%	918 573	6,39%

Vývoj hospodářského výsledku

JMP, a.s.		2001	2002	2003	2004
*	Provozní HV	334 797	398 230	817 243	913 274
*	HV z finančních operací	118 755	208 273	-19 135	4 374
*	Mimořádný HV	5 577	0	0	0
	HV před zdaněním	461 635	606 503	798 108	917 648
***	HV za účetní období	346 659	439 915	532 671	627 432
	Vyplacené podíly na zisku	127 284	338 594	526 860	527 045



Rozdělení EBIT – JMP, a.s.



Ve sledovaném období se firmě neustále dařilo zvyšovat svůj čistý zisk. Pozitivně se zde odrážejí racionalizační a restrukturalizační opatření, které byly v podniku realizovány. Příznivě na hospodářský výsledek působilo například zvýšení hrubé marže, snížení nákupní ceny plynu (r. 2002), chladnější počasí (2003), nižší odpisy (důsledek zvýšení doby odepisování plynovodů) a v neposlední řadě také snižování finančních nákladů. Negativně se ale také projevila recese v některých odvětvích průmyslu a také úsporná opatření u odběratelů.

Jak je pro podniky působící v tomto odvětví charakteristické, nejvýznamnější položky nákladů a výnosů tvoří náklady na nákup plynu a výnosy z jeho prodeje.

Vývoj toků peněžní hotovosti

JMP, a.s.	2001	2002	2003	2004
Počáteční stav peněžních prostředků	2 369 301	2 241 692	2 809 950	1 263
CF z provozní činnosti	1 304 527	1 011 121	211 878	-12 697
CF z investiční činnosti	-940 340	-111 908	-2 499 501	-462 184
CF z finanční činnosti	-491 796	-330 955	-521 064	474 243
Čisté zvýšení, resp. sníž. pen. prostředků	-127 609	568 258	-2 808 687	-638
Konečný stav peněžních prostředků	2 241 692	2 809 950	1 263	625

Vývoj peněžních toků je pro firmu neradostný zvláště z toho důvodu, že dochází ke stálému snižování CF z provozní a tedy hlavní činnosti podniku. Na CF měl v roce 2004 zvláště negativní dopad odvod DPH z přijatých záloh.

Rozdílové ukazatele

Vývoj čistého pracovního kapitálu

	2001	2002	2003	2004
<i>Čistý pracovní kapitál</i>	<i>-1 202 891</i>	<i>-2 016 318</i>	<i>-2 780 425</i>	<i>-2 411 279</i>
<i>ČPK - odvětví</i>	<i>-30 946 000</i>	<i>-21 334 000</i>	<i>-5 675 000</i>	<i>8 324 000</i>

Čistý pracovní kapitál firmy zůstává stále v záporných hodnotách, přičemž odvětví vykazuje jeho stoupající tendenci. Negativní vliv na ČPK jsem zaznamenal zejména u závazků z obchodního styku vůči třetím stranám a spřízněným osobám a u salda přijatých záloh. Je nutné podotknout, že naprostou většinu krátkodobých závazků tvoří krátkodobé přijaté

zálohy, který pro firmu znamená bezúročný kapitál. Více nám pak řeknou ukazatele likvidity.

Poměrové ukazatele

Analýza zadluženosti

Použité ukazatele:

Celková zadluženost = Cizí zdroje/Pasiva

Míra zadluženosti = Cizí zdroje/Vlastní kapitál

Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje = (Dlouh. záv.+Dlouh. BÚ+leasing)/Cizí zdroje

Dlouhodobé cizí zdroje/Dlouhodobý kapitál = (Dlouh. záv.+Dlouh.

BÚ+leasing)/(VK+Dlouh. záv.+Dlouh. BÚ)

Krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem = Vlastní kapitál/Stálá aktiva

Krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji = (VK+Dl. záv.+Dl.BÚ)/Stálá aktiva

Úrokové krytí = EBIT/Nákladové úroky

Ukazatele zadluženosti – JMP, a.s.

JMP, a.s.	2001	2002	2003	2004
Celková zadluženost	61 %	67 %	61 %	57 %
Míra zadluženosti	1,70	2,02	1,55	1,33
Dlouh.cizí zdroje/Cizí zdroje	11,4 %	1,5 %	0,5 %	1 %
Dlouh.cizí zdroje/Dlouh. kapitál	17 %	3 %	1 %	1,3 %
Krytí dlouhod. aktiv vlastním kapitálem	0,70	0,75	0,69	0,73
Krytí dlouh. aktiv dlouhodobými zdroji	0,80	0,75	0,69	0,74
Úrokové krytí	4,58	5,82	13,22	993

Multiplikátor vlastního kapitálu – JMP, a.s.

Multiplikátor vlastního kapitálu	2001	2002	2003	2004
EBT/EBIT x A/VK	2,2	2,5	2,36	2,33

Ukazatele zadluženosti - odvětví

	2001	2002	2003	2004
Celková zadluženost	39,6 %	39,2 %	39,1 %	35,7 %
Míra zadluženosti	0,68	0,67	0,61	0,57
Dlouh.cizí zdroje/Cizí zdroje	39 %	34 %	23 %	39 %
Dlouh.cizí zdroje/Dlouh. kapitál	21 %	18,7 %	12,5 %	18,3 %
Krytí dlouhod. aktiv vlastním kapitálem	0,77	0,78	0,80	0,80
Krytí dlouhod. aktiv dlouhodobými zdroji	0,97	0,96	0,92	0,98
Úrokové krytí	4,92	5,85	10,61	13,14

Zadluženost není pouze negativní charakteristikou společnosti. Růst zadluženosti může prostřednictvím růstu finanční páky zvýšit celkovou rentabilitu a tím přispět ke zvýšení tržní hodnoty společnosti. Existuje zde však riziko, že příliš vysoká finanční páka se zlomí a společnost se dostane do finančních potíží. Vysoké zadlužení totiž zvyšuje riziko akcionářů. Společnost je nucena splácet vyšší úroky i částku dluhu a když není dostatečně solventní, je nucena si vypůjčit, čímž opět zvýší své zadlužení a dostává se tak do začarovaného kruhu.

Tato situace však sledovaný podnik neohrožuje – největší podíl cizích zdrojů tvoří přijaté zálohy, které nejsou „klasickým“ závazkem, který by byl splatný v danou dobu v plné výši. Je ale přesto zajímavé, že se zde opět vyskytuje značný rozdíl vůči odvětví. Přesto se ale domnívám, že tento stav není pro firmu jakkoli nebezpečný. Pro vlastníky je naopak jistě vítané, že firma používá levný cizí kapitál ke svému provozu.

Krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem i dlouhodobými zdroji je nižší než 1. Znamená to, že podnik využívá spíše krátkodobý kapitál. V tomto případě hovoříme o tzv. podkapitalizovaní podniku. Tato varianta je sice výnosnější, ale také rizikovější. Vzhledem k tomu, že se stejná situace vyskytuje také v odvětví, není to zpráva příliš alarmující. Je nutné ovšem tento ukazatel sledovat, protože při jeho snižování, by mohlo dojít k narušení finanční stability firmy.

Díky velmi nízkým nákladovým úrokům, je firma v tomto ohledu pro případného věřitele bezpečná. Znamená to také snadnou dostupnost úvěru pro firmu. Výše tohoto ukazatele je plně srovnatelná se situací v odvětví. Podnik sice využívá cizí kapitál ve velké míře (viz. ukazatele zadluženosti), na úrokové krytí to nemá podstatnější vliv, protože se jedná o prostředky neúročené (přijaté zálohy).

Multiplikátor vlastního kapitálu trvale vyšší než 1 svědčí o tom, že použití cizích zdrojů má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu společníků. Jde o využití působení tzv. finanční páky – pomocí cizího kapitálu podnik zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. To potvrzuje mé tvrzení, že vyšší zadluženost nepředstavuje pro podnik významnější ohrožení.

Analýza likvidity

Použité ukazatele:

Běžná likvidita =

Oběžná aktiva/(Krátkodobé závazky+krátk.BÚ a výpomoci+Anuity dlouh. záv. a bankovních úvěrů)

Pohotová likvidita = (Oběžná aktiva - Zásoby) / (Krátkodobé závazky+krátk.BÚ a výpomoci+Anuity dlouh. záv. a bankovních úvěrů)

Hotovostní likvidita =

Finanční majetek/ (Krátkodobé závazky+krátk.BÚ a výpomoci+Anuity dlouh. záv. a bankovních úvěrů)

Podíl ČPK na oběžných aktivech = ČPK/Oběžná aktiva

Podíl ČPK na aktivech = ČPK/Aktiva

Ukazatele likvidity – JMP, a.s.

JMP, a.s.	2001	2002	2003	2004
Běžná likvidita	0,83	0,80	0,70	0,70
Pohotová likvidita	0,82	0,80	0,69	0,70
Hotovostní likvidita	0,28	0,26	0,0001	0,00007

Ukazatele likvidity - odvětví

	2001	2002	2003	2004
Běžná likvidita	0,66	0,76	0,95	1,33
Pohotová likvidita	0,47	0,56	0,80	1,15
Hotovostní likvidita	0,19	0,26	0,19	0,21

Ukazatele likvidity vykazují u firmy i u celého odvětví velmi nízké hodnoty. U běžné likvidity by hodnota měla dosahovat 1,5 – 2,5, u pohotové likvidity 1 – 1,5 a u okamžité likvidity 0,2 – 0,5. Hodnoty jednotlivých stupňů likvidit jsou však vyšší ve srovnání s odvětvím. Ovšem kromě let 2003 a 2004, kdy dochází k zavedení využívání cash pooling. Proto situace nemůže být pro firmu hodnocena špatně. Naopak lze říct, že firmě nevážnou peněžní prostředky zbytečně v pohledávkách a zásobách.

Analýza rentability

Použité ukazatele:

Rentabilita tržeb = Čistý zisk/Tržby

Rentabilita výnosů = EBIT/Výnosy

Rentabilita úplatného kapitálu = EBIT/(Vlastní kapitál + úročené cizí zdroje)

Rentabilita celkového kapitálu (ROA) = EBIT/Aktiva

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) = Čistý zisk/Vlastní kapitál

Ukazatele rentability – JMP, a.s.

JMP, a.s.	2001	2002	2003	2004
Rentabilita tržeb	2,53 %	3,39 %	4 %	4,6 %
Rentabilita výnosů	2,56 %	4,79 %	6,46 %	6,66%
Rentabilita úplatného kapitálu	9,5 %	11,4 %	13,97 %	14,5 %
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	4,1 %	4,6 %	5,5 %	6,2 %
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	6,8 %	8,3 %	8,6 %	9,9 %

Ukazatele rentability - odvětví

	2001	2002	2003	2004
Rentabilita tržeb	6,8 %	6,7 %	10 %	9,9 %
Rentabilita výnosů	10,67 %	10,07 %	13,38 %	13,47 %
Rentabilita úplatného kapitálu	9,24 %	9,18 %	11,48 %	12 %
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	6,59 %	6,32 %	8,33 %	8,26 %
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	6,28 %	6,21 %	8,59 %	8,80 %

Ziskové marže z tržeb i výnosů jsou pod úrovní odvětví, což pro firmu rozhodně není pozitivní informace. Rentabilita úplatného kapitálu je u sledované firmy vyšší, protože jej využívá jen v minimální míře. Pro vlastníky je jistě zajímavé vědět, že rentabilita vlastního kapitálu (tudíž kapitálu jimi vloženého) je vyšší než v odvětví. Naopak ziskovost celkově vloženého majetku do podnikání je nižší.

Analýza aktivity

Použité ukazatele:

Obrat celkových aktiv z výnosů = Výnosy / Aktiva

*Doba obratu zásob = (Zásoby / Výnosy) * 360*

*Doba obratu pohledávek z výnosů = (Pohledávky / Výnosy) * 360*

*Doba obratu pohledávek z tržeb = (Pohledávky / Tržby) * 360*

*Doba obratu závazků z výnosů = (Závazky / Výnosy) * 360*

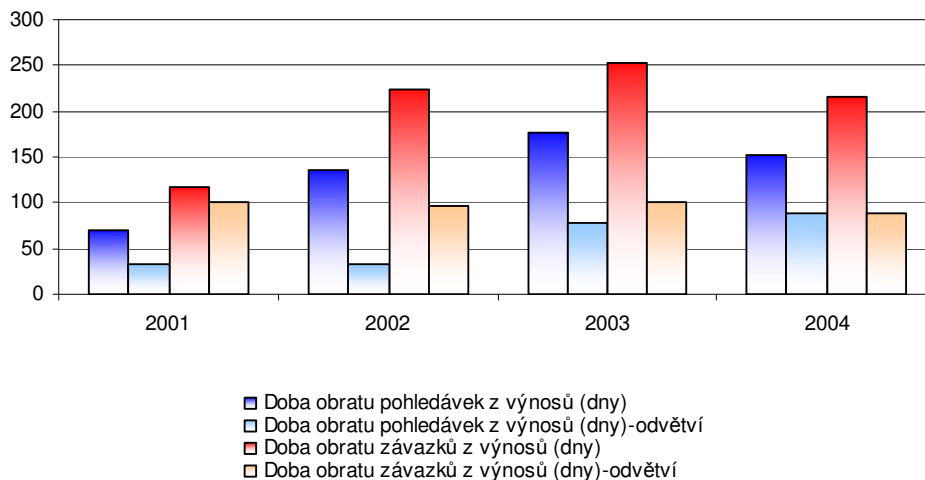
*Doba obratu závazků z tržeb = (Závazky / Tržby) * 360*

Ukazatele aktivity – JMP, a.s.

JMP, a.s.	2001	2002	2003	2004
Obrat celkových aktiv	1,62	0,96	0,85	0,94
Doba obratu zásob z výnosů (dny)	1	1	0,5	0
Doba obratu pohledávek z výnosů (dny)	69	135	177	152
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	117	159	179	154
Doba obratu závazků z výnosů (dny)	117	223	252	215
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	198	263	255	218

Ukazatele aktivity – odvětví

	2001	2002	2003	2004
Obrat celkových aktiv	0,62	0,62	0,62	0,61
Doba obratu zásob z výnosů (dny)	22	22	20	17
Doba obratu pohledávek z výnosů (dny)	32	32	79	89
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	37	37	95	100
Doba obratu závazků z výnosů (dny)	100	96	101	88
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	117	113	121	99



Grafické srovnání dob obratu pohledávek a závazků JMP, a.s. a odvětví

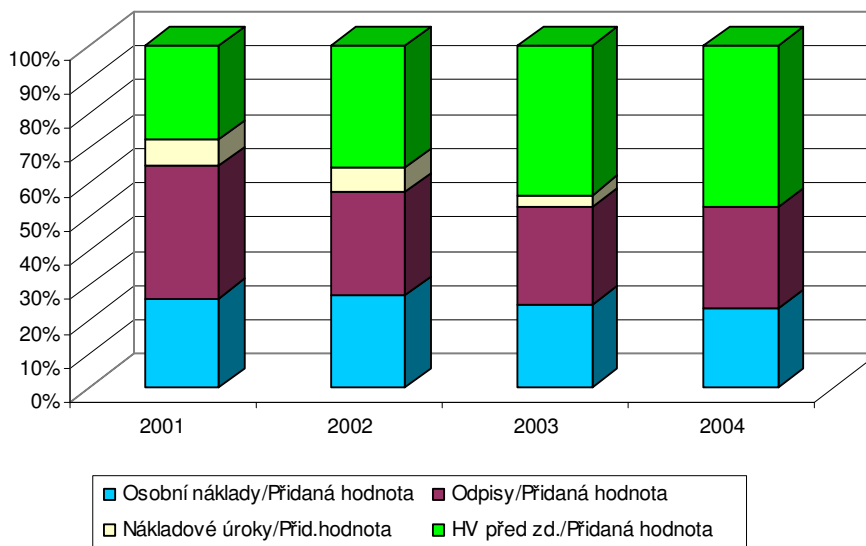
Ukazatel obratu celkových aktiv sice nepřesahuje doporučenou hodnotu 1, ale je vyšší než odvětvový průměr. Znamená to tedy, že majetek firmy je efektivněji využíván. K propadu v roce 2003 došlo kvůli většímu odkupu plynárenského zařízení od obcí (v objemu 1,6 mld. Kč).

Doby obratu pohledávek a závazků je mnohokrát vyšší než u podniků působících ve stejném odvětví. Doba obratu pohledávek nižší, než doba obratu závazků. To znamená, že firma platí později své závazky, než jsou jí splaceny pohledávky. Tato situace je pro firmu samozřejmě výhodná.

Ostatní ukazatele

Ostatní ukazatele

JMP, a.s.	2001	2002	2003	2004
Přidaná hodnota/Počet. zaměstnanců	1 135	1 375	1 657	1 755
Tržby/Počet zaměstnanců	9 973	9 659	10 865	12 304
Osobní náklady/Počet zaměstnanců	318	344	362	399
Výkonová spotřeba/Výnosy	52,5 %	72,7 %	83,7 %	84,5 %
Osobní náklady/Výnosy	1,88 %	3 %	3,3 %	3,2 %
Odpisy/Výnosy	2,79 %	3,35 %	3,86 %	4,19 %
Nákladové úroky/Výnosy	0,55 %	0,82 %	0,48 %	0,006 %
Náklady/Výnosy	99,2 %	97,2 %	96 %	95,4 %
Přidaná hodnota/Výnosy	6,75 %	12 %	15,1 %	14 %
Osobní náklady/Přidaná hodnota	28 %	25 %	22 %	23 %
Odpisy/Přidaná hodnota	41,3 %	27,8 %	25,6 %	29,8 %
Nákladové úroky/Přid.hodnota	8,29 %	6,81 %	3,23 %	0,05 %
HV před zd./Přidaná hodnota	29,6 %	32,9 %	39,5 %	47,3 %



Struktura přidané hodnoty – JMP, a.s.

Ostatní ukazatele – odvětví

	2001	2002	2003	2004
Výkonová spotřeba/Výnosy	63 %	62 %	60 %	64 %
Osobní náklady/Výnosy	5 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %
Odpisy/Výnosy	7,9 %	8,3 %	8,8 %	8,9 %
Nákladové úroky/Výnosy	2,2 %	1,7 %	1,3 %	1 %
Náklady/Výnosy	91,5 %	91,6 %	87,8 %	87,5 %
Přidaná hodnota/Výnosy	23,4 %	23,5 %	23,7 %	26 %
Osobní náklady/Přidaná hodnota	21,6 %	21,7 %	21,7 %	20,6 %
Odpisy/Přidaná hodnota	33,5 %	35,3 %	37,1 %	34,4 %
Nákladové úroky/Přid.hodnota	9,3 %	7,3 %	5,3 %	3,9 %

HV před zd./Přidaná hodnota	36,3 %	35,5 %	51 %	47,8 %
-----------------------------	--------	--------	------	--------

Přidaná hodnota i tržby na zaměstnance postupně rostou, což je nepochybně výsledek restrukturalizačních opatření, která firma uplatnila v minulých letech. Situaci také potvrzuje nižší podíl osobních nákladů na výnosech, než je obvyklé v odvětví.

Struktura přidané hodnoty je plně srovnatelná s odvětvím. Pouze nižší využití úplatného cizího kapitálu má za důsledek rozdílný poměr u nákladových úroků. Pro management podniku je jistě potěšující, že se zvyšuje podíl hospodářského výsledku před zdaněním na přidané hodnotě.

Souhrnné ukazatele

V rámci finanční analýzy lze použít také souhrnné ukazatele, které se snaží vyjádřit souhrnně finanční pozici a finanční zdraví podniku. Jejich vypovídací schopnost je ovšem omezená – podnik je příliš složitý systém a vyjádření pomocí jednoho čísla je problematické.

Proto existuje celá řada studií, které se snaží pomocí empiricko induktivních ukazatelových systémů vyřešit problém, které ukazatele pro zhodnocení finanční situace podniku vybrat a jakou významnost jim přisoudit. Tyto průzkumy většinou vyjadřují kvalitu rozlišováním „zdravého“ a „nemocného“ podniku. Nejoperativnější je ztotožnění „nemocného“ podniku s podnikem s ohroženou likviditou. Ukazatelé jsou tedy vybírány s ohledem na to, jak jsou schopny rozlišit podnik s dobrou a ohroženou schopností dostát svým závazkům, potom jsou shrnovány do jedné charakteristiky.

Index IN99

Index IN99 je vytvořen pomocí diskriminační analýzy tak, aby akcentoval pohled vlastníka. Dosahuje-li index IN99 vyšší hodnoty jak 2,07, daná firma má kladnou hodnotu ekonomického zisku – to znamená, že vlastníci zde zhodnotili své peníze lépe než kdyby je vložili jinde při stejném riziku. Pohybuje-li se hodnota indexu IN pod 0,684, pak firma dosahuje záporné hodnoty ekonomického zisku. Z toho taky plyne, že poměr šedé zóny je dost široký. Proto tato šedá zóna byla dále pro užší hodnocení rozdělena do dalších tří pásem:

1,420 – 2,07	firma nemá vážnější problémy
1,089 – 1,420	situace je nerozhodná
0,684 – 1,089	převažují problémy

Výpočet IN99

Index IN99	2001	2002	2003	2004
-0,017 x A/CK	-0,02786	-0,025398	-0,027943	-0,029765
4,573 x EBIT/A	0,1895	0,20958	0,25026	0,2851
0,481 x V/A	0,7791	0,4603	0,40762	0,4504
0,015 x OA/(KZ+KBU)	0,0127	0,01229	0,01065	0,01061
Index IN99	0,953	0,657	0,640	0,716

Zde se potvrzuje, že bonitní a bankrotní indikátory mají pouze určitý orientační charakter a nejsou schopny nahradit podrobnou finanční analýzu. Přes výsledná čísla si nemyslím, že podnik má výraznější problémy. V tomto odvětví, kde je nezbytně nutná vybavenost ohromnou sumou aktiv, je zřejmé, že zde neplatí stejné charakteristiky jako pro běžný podnik.

Index IN01

Výpočet IN01

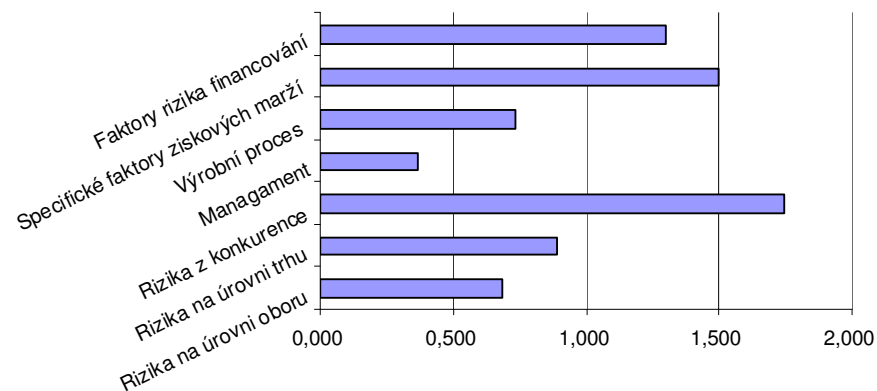
Index IN01	2001	2002	2003	2004
0,13 x A/CK	0,213	0,19422	0,21368	0,22761
0,04 x EBIT/N úroky	0,183	0,2327	0,5288	39,72
3,92 x EBIT/A	0,1624	0,17965	0,21452	0,2444
0,21 x V/A	0,3402	0,201	0,1779	0,1966
0,09 x OA/(KZ+KBU)	0,0764	0,0737	0,06388	0,0636
Index IN01	0,975	0,881	1,198	40,45

Hraniční hodnoty tohoto indexu jsou 1,77 a 0,75. V případě, že hodnota indexu je větší než 1,77 znamená, že podnik tvoří hodnotu. Naopak hodnota indexu menší než 0,75 znamená, že podnik spěje k bankrotu. Mezi hodnotami 1,77 a 0,75 je šedá zóna.

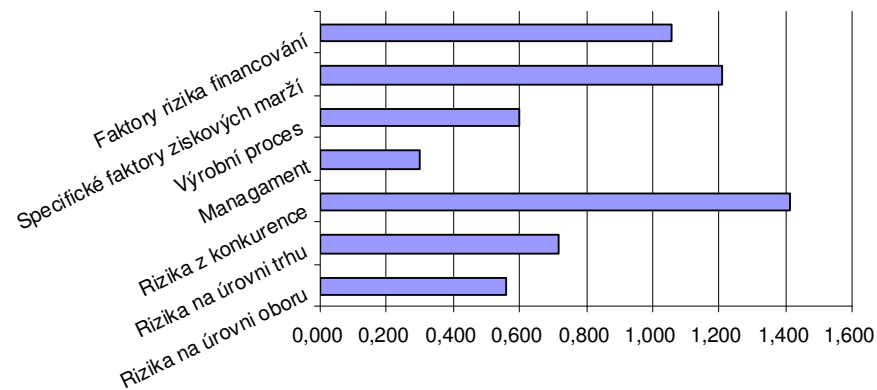
Podle tohoto kritéria již situace vypadá naprosto odlišně. Tento index je výrazně ovlivněn snižováním placených úroků během sledovaného období.

PŘÍLOHA P III: STRUKTURA RIZIKOVÝCH PRÉMÍÍ

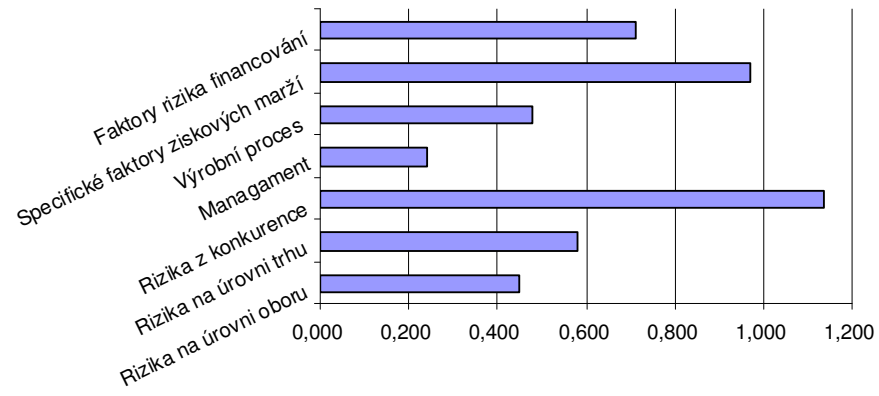
Rok 2001



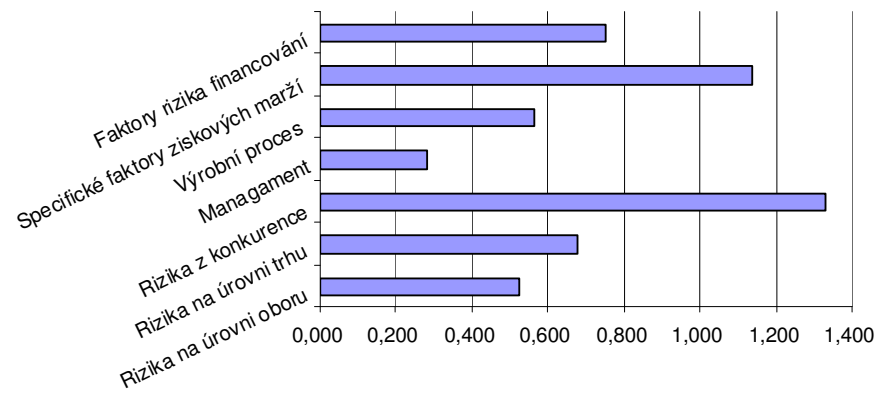
Rok 2002



Rok 2003

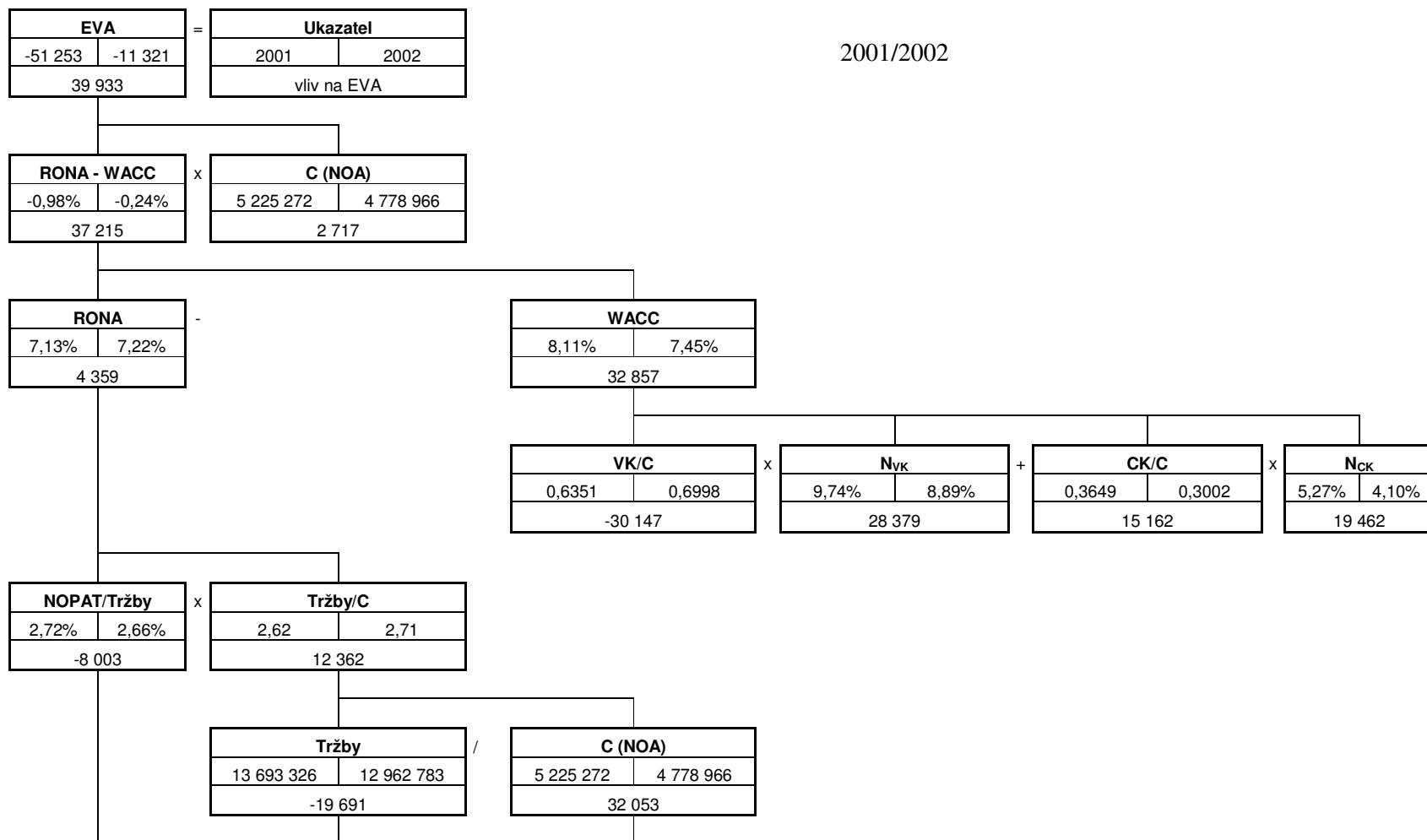


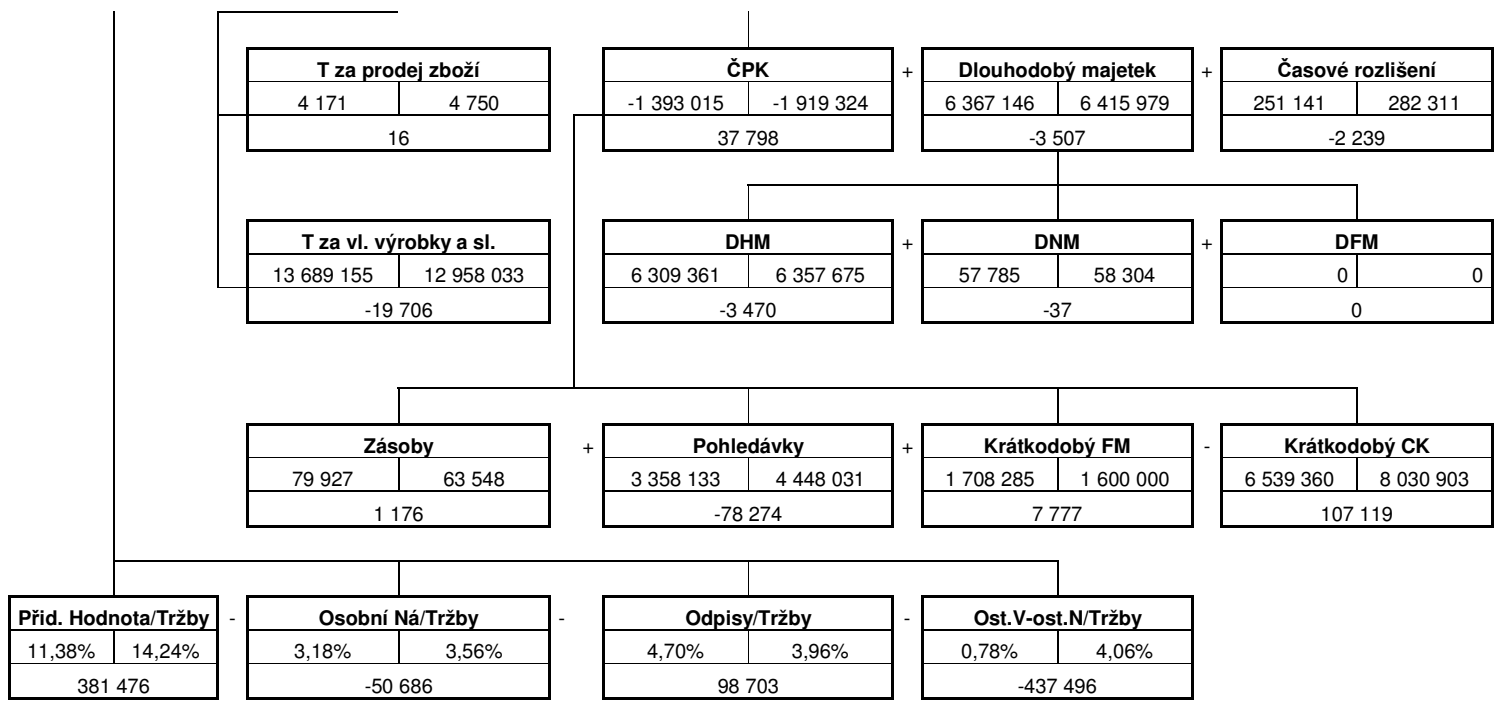
Rok 2004



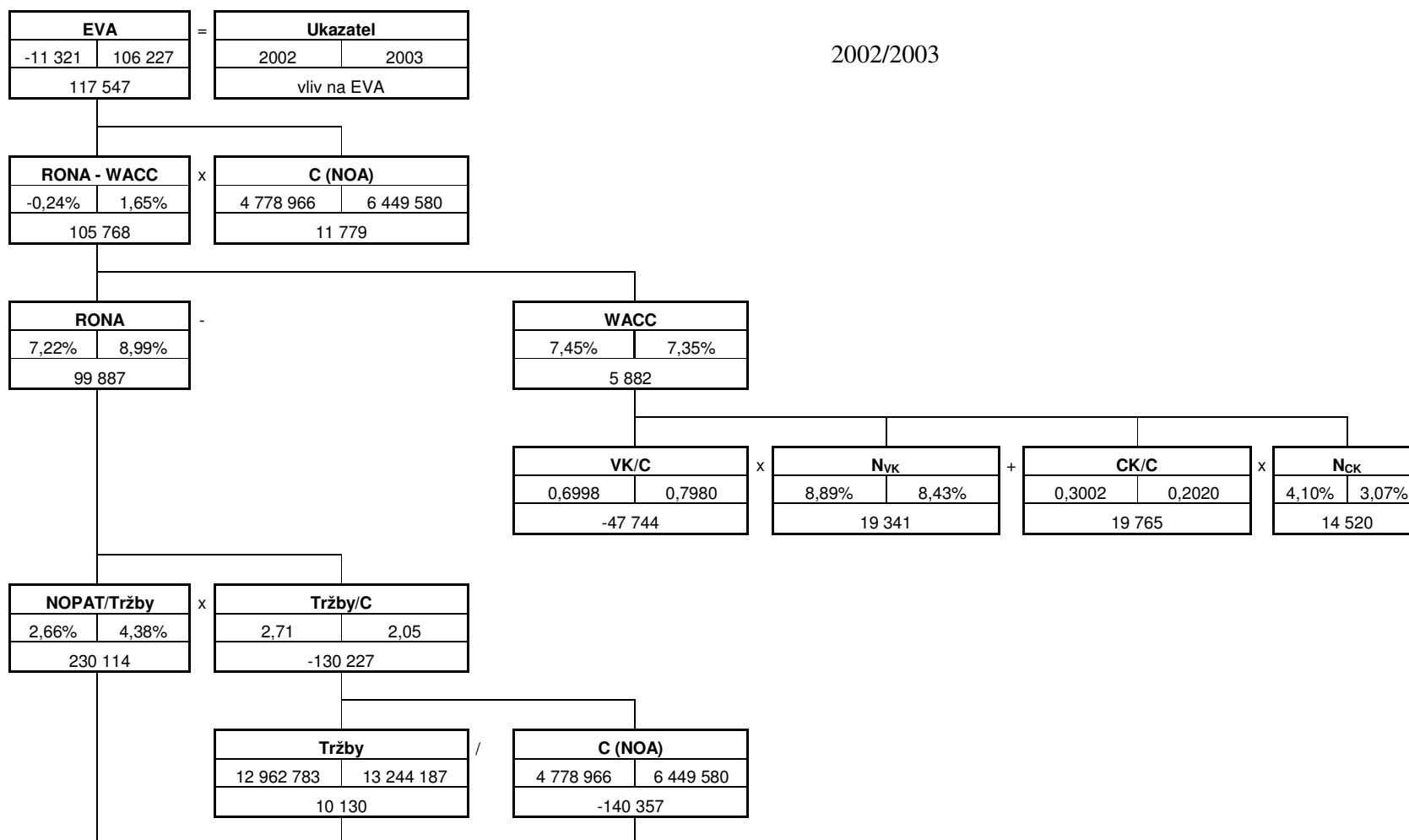
PŘÍLOHA P IV: PYRAMIDOVÉ ROZKLADY

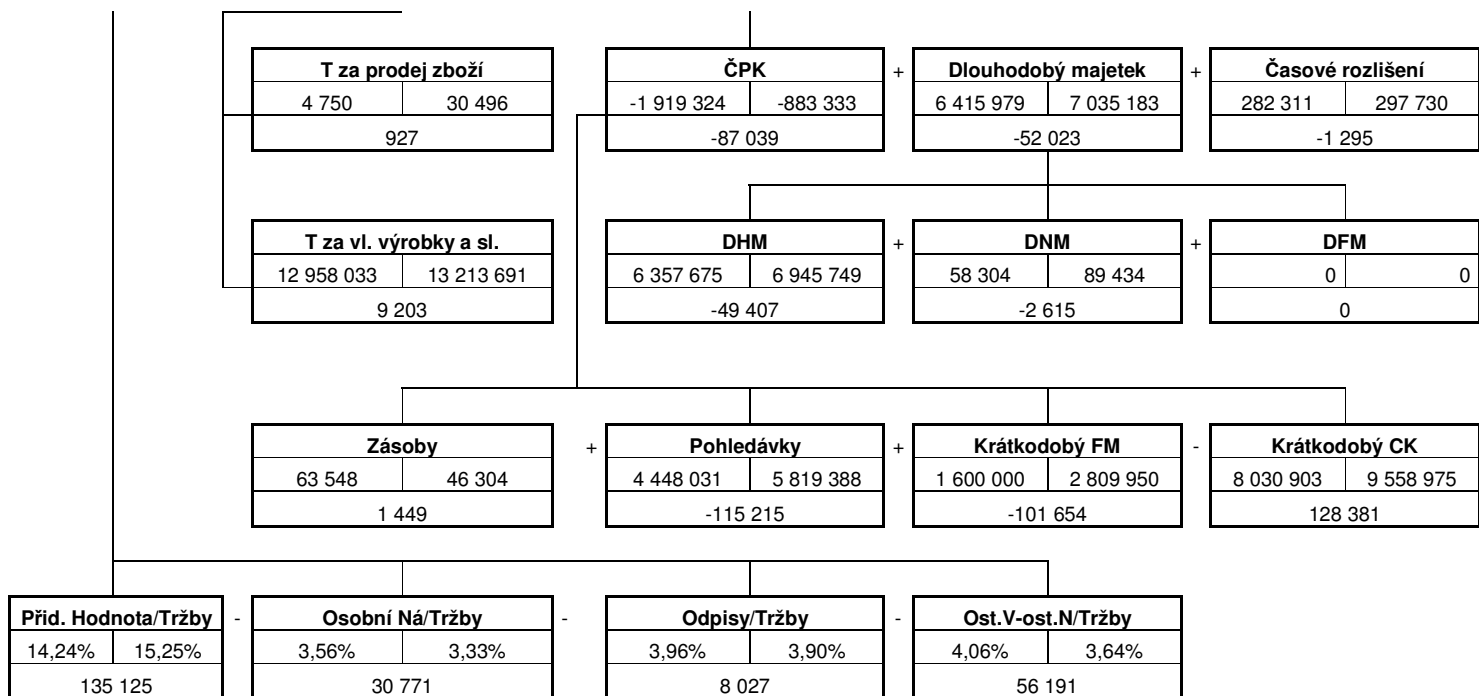
Rozklad vlivů analytických ukazatelů na přírůstek syntetického ukazatele EVA - JMP, a.s.





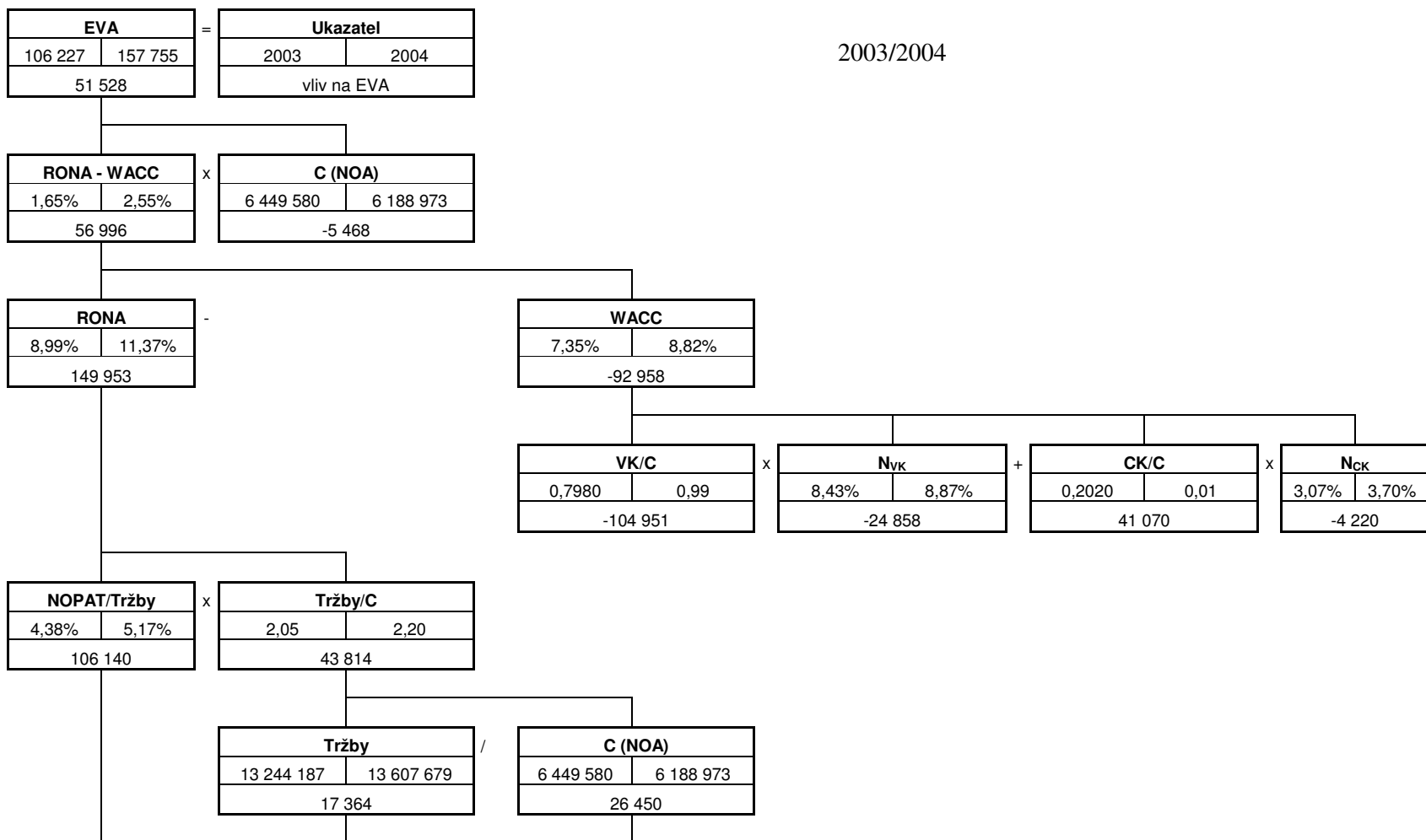
Rozklad vlivů analytických ukazatelů na přírůstek syntetického ukazatele EVA - JMP, a.s.

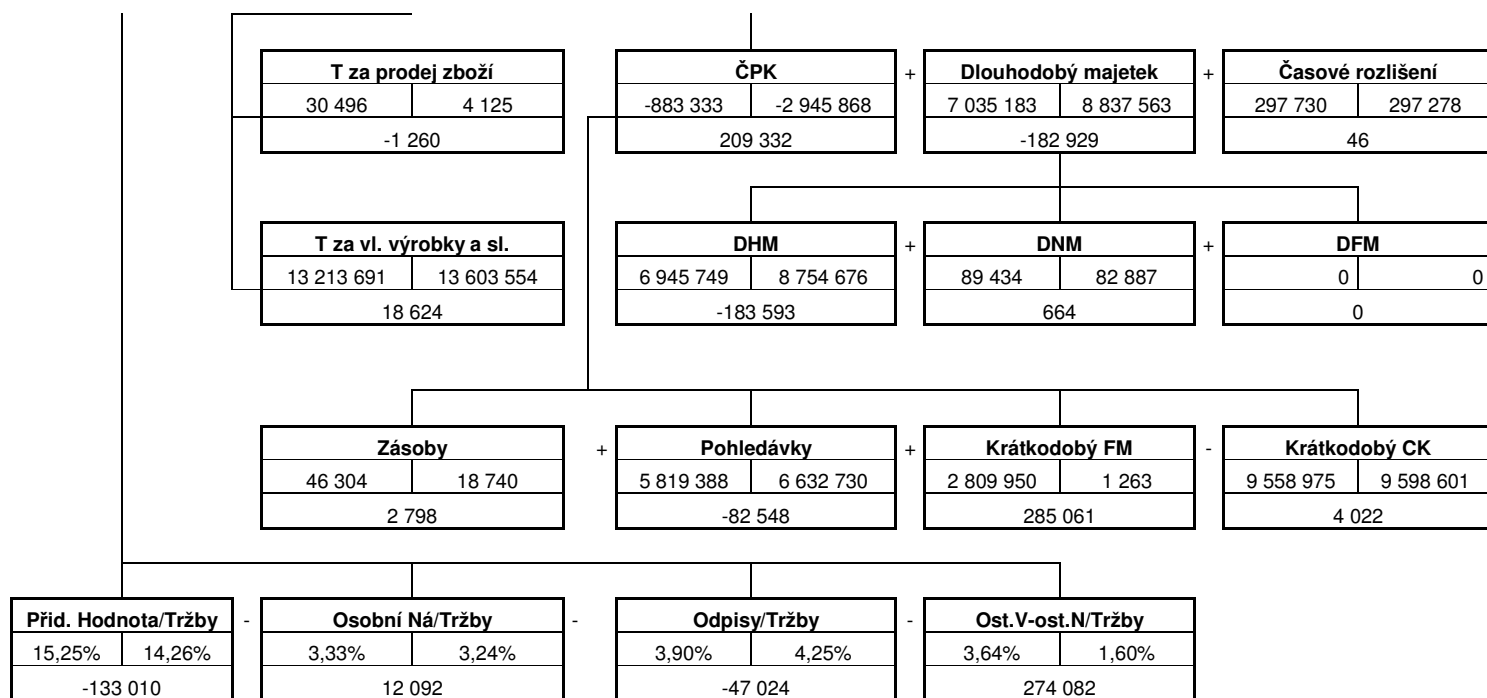




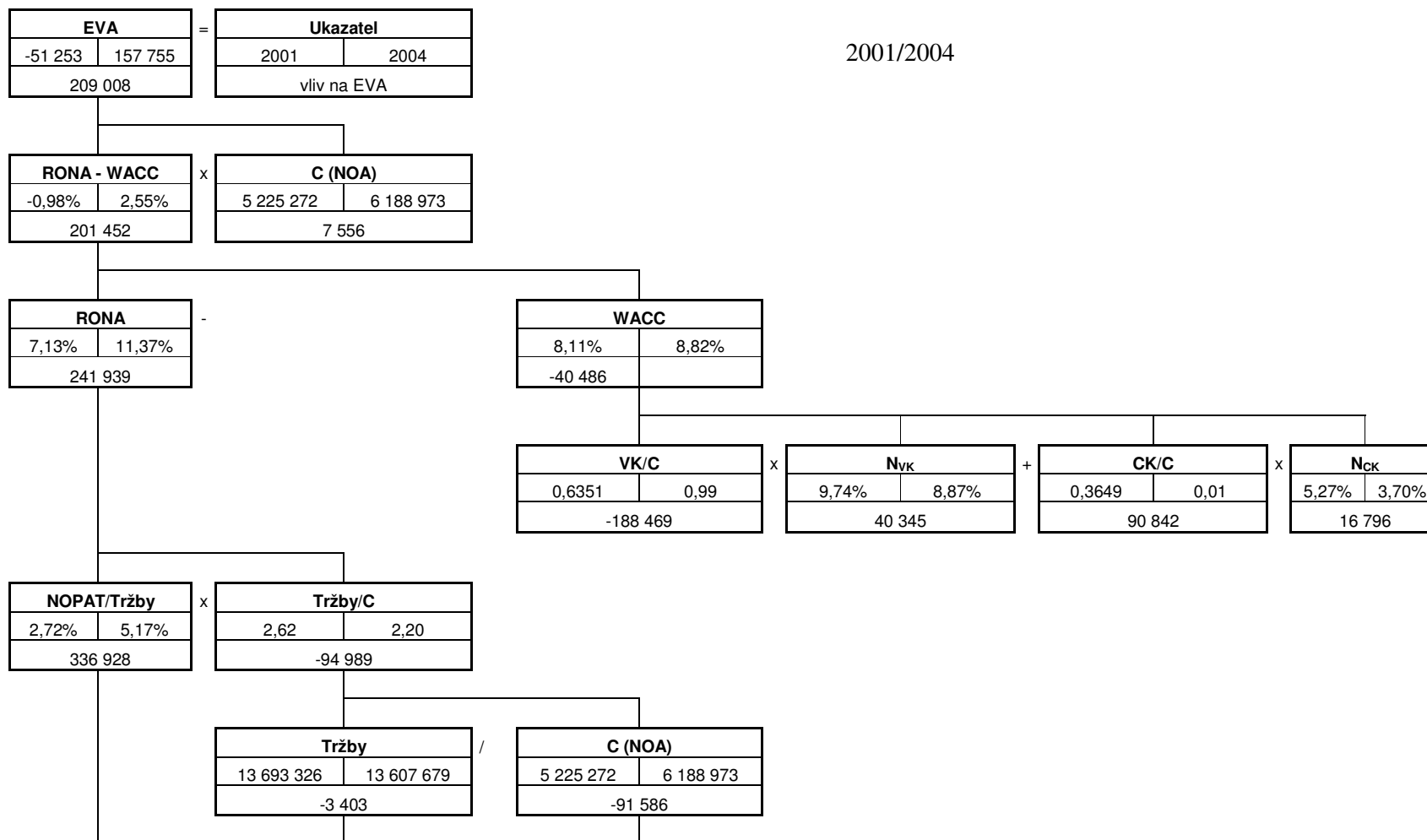
Rozklad vlivů analytických ukazatelů na přírůstek syntetického ukazatele EVA - JMP, a.s.

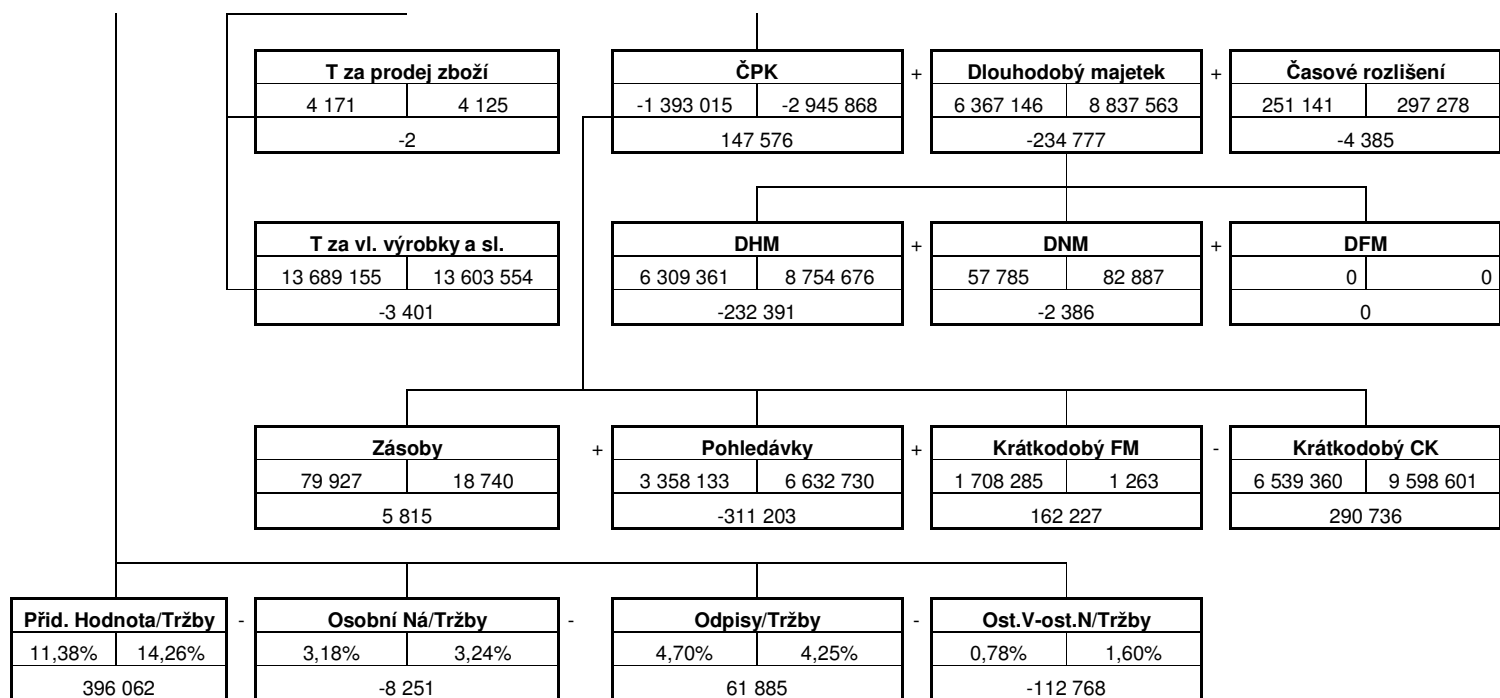
2003/2004





Rozklad vlivů analytických ukazatelů na přírůstek syntetického ukazatele EVA - JMP, a.s.





PŘÍLOHA P V: GENERÁTORY HODNOTY [12]

