

**JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH  
BUDĚJOVICÍCH**

**Ekonomická fakulta**

**BAKALÁŘSKÁ PRÁCE**

**2007**

**Miroslav Mastný**

**JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH**

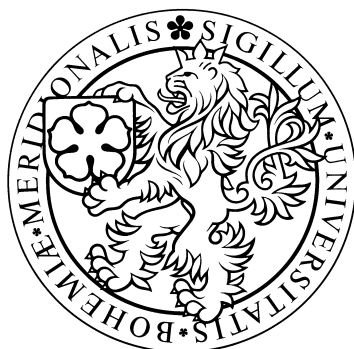
**Ekonomická fakulta**

**Katedra ekonomiky**

**Studijní program: B6208 Ekonomika a management**

**Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku**

**- pro české firmy**



**Ukazatel EVA v praxi a jeho modifikace**

**Vedoucí bakalářské práce**

**Ing. Antonín Šmejkal**

**Autor**

**Miroslav Mastný**

**2007**

**JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH**

**Zemědělská fakulta**

**Katedra ekonomiky**

**Akademický rok: 2005/2006**

## **ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE**

**(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)**

Jméno a příjmení: **Miroslav MASTNÝ**  
Studijní program : **B6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**  
**– pro české firmy**

Název tématu: **Ukazatel EVA v praxi a jeho modifikace**

Zásady pro vypracování:

Cíl práce:

Zhodnotit ukazatel ekonomické přidané hodnoty jako jeden z nástrojů měření výkonnosti podniku a vymezit jeho výhody či nevýhody oproti tradičním ukazatelům finanční výkonnosti. Provést rozklad konstrukce původní koncepce EVA a odvozených variant. Demonstrovat možnosti tohoto ukazatele v procesu řízení firmy na konkrétním podniku.

Osnova:

1. Měření a řízení výkonnosti podniku
2. Hodnota firmy a faktory, které ji ovlivňují
3. Konstrukce ukazatele EVA
4. Komparace ukazatele EVA s tradičními nástroji měření výkonnosti
5. Modifikace a zjednodušené modely ukazatele
6. Možnosti použití ekonomické přidané hodnoty v systému řízení
7. Případová studie na konkrétním podniku

Rozsah práce: **60 stran**

Rozsah příloh:

Forma zpracování bakalářské práce: **tištěná**

Seznam odborné literatury:

**Grünwald, R.: Analýza finanční důvěryhodnosti podniku. 1. vydání, Praha, Ekopress 2001**

**Kaplan, R. S., Bortin, D. P.: Balanced scorecard. 3. vydání Praha, Management Press 2002**

**Mařík, M., Maříková, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, 1. vydání Praha, Ekopress 2001**

**Neumaierová, I., Neumaier, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vydání Praha, Grada Publishing 2002**

**Petřík, T.: Ekonomické a finanční řízení firmy. 1. vydání Praha, Grada Publishing 2005**

**Sedláček, J.: Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy. 2. dopl. vydání Praha, Computer Press 2001**

Vedoucí bakalářské práce:

**Ing. Antonín Šmejkal**

Katedra ekonomiky

Datum zadání bakalářské práce:

**7. března 2006**

Termín odevzdání bakalářské práce:

**15. dubna 2007**

prof. Ing. Magdalena Hrabánková, CSc.

děkanka

doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.

vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 7. března 2006

## **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma Ukazatel EVA v praxi a jeho modifikace vypracoval samostatně na základě vlastních zjištění a materiálů, které uvádím v seznamu použité literatury.

V Třebíči 31. března 2007

Miroslav Mastný

### **Poděkování**

Na tomto místě bych chtěl poděkovat svému vedoucímu práce panu **Ing. Antonínu Šmejkalovi** za jeho hodnotné rady a připomínky k vypracování této bakalářské práce.

Současně děkuji podniku **E.ON Distribuce, a.s.** za poskytnutí dat a spolupráci na bakalářské práci.

# Obsah

1. ÚVOD.....	1
1.1. Cíl práce.....	1
1.2. Struktura práce.....	2
2. MĚŘENÍ A ŘÍZENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU.....	3
2.1. Definice výkonnosti podniku.....	3
2.2. Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku.....	3
2.3. Tradiční ukazatele finanční výkonnosti podniku.....	6
2.3.1. Ukazatele zisku.....	6
2.3.2. Ukazatele cash flow.....	7
2.3.3. Ukazatele rentability.....	7
2.3.4. Kritika tradičních ukazatelů výkonnosti podniku.....	8
2.4. Moderní ukazatele finanční výkonnosti podniku.....	9
2.4.1. Diskontované cash flow – DCF.....	10
2.4.2. Tržní přidaná hodnota – MVA.....	11
2.4.3. Excess Return.....	12
2.4.4. Total Shareholder Return – TSR.....	12
2.4.5. Shareholder Value Added – SVA.....	12
2.4.6. Cash Flow Return on Investment – CFROI.....	13
2.4.7. Cash Return on Gross Assets – CROGA.....	14
2.4.8. Ekonomická přidaná hodnota – EVA.....	14
2.5. Zhodnocení a možnosti využití ukazatelů výkonnosti podniku.....	14
3. EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA – EVA.....	17
3.1. Vznik ekonomické přidané hodnoty.....	17
3.2. Základní vzorec ukazatele a další možnosti jeho vyjádření.....	18
3.3. Spread.....	19
4. VÝPOČET EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	21
4.1. Základní veličiny pro výpočet EVA.....	21
4.2. Konverze EVA.....	22
4.2.1. Konverze na operativní aktiva.....	22
4.2.2. Konverze finančních zdrojů.....	22
4.2.3. Konverze daňová.....	23

4.2.4.	Konverze akcionářská.....	23
4.3.	Propočet základních položek EVA.....	23
4.3.1.	Určení operativních aktiv.....	24
4.3.1.1.	Vyloučení neoperativních aktiv.....	24
4.3.1.2.	Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví.....	26
4.3.2.	Určení velikosti operativního hospodářského výsledku – NOPAT.....	29
4.3.3.	Určování nákladů kapitálu.....	31
5.	<b>ZHODNOCENÍ UKAZATELE EVA A MOŽNOSTI JEHO POUŽITÍ.....</b>	<b>36</b>
5.1.	Využití ukazatele EVA.....	36
5.1.1.	Využití EVA pro řízení a motivování zaměstnanců.....	36
5.1.2.	Využití EVA pro ocenění podniku.....	36
5.1.3.	Využití EVA pro investiční rozhodování.....	37
5.2.	Přednosti ukazatele EVA.....	37
5.3.	Nevýhody ukazatele EVA.....	39
5.4.	Relativní ukazatele EVA pro porovnávání podniků.....	40
5.4.1.	Hodnotové rozpětí.....	40
5.4.2.	Relativní EVA podle London Business School.....	41
5.4.3.	EVA – ROS.....	41
6.	<b>VYUŽITÍ EVA V PODMÍNKÁCH ČESKÉ EKONOMIKY.....</b>	<b>42</b>
6.1.	The EVA® Ranking Czech republic.....	42
6.2.	Metodika hodnocení.....	43
6.3.	Nejúspěšnější firmy podle EVA v ČR za rok 2005.....	43
7.	<b>METODIKA PŘÍPADOVÉ STUDIE.....</b>	<b>44</b>
8.	<b>PŘÍPADOVÁ STUDIE.....</b>	<b>45</b>
8.1.	Základní data o firmě.....	45
8.2.	Analýza prostředí energetického průmyslu.....	46
8.2.1.	Hlavní události na trhu s elektřinou.....	46
8.2.2.	Společnosti s tržním podílem větším než 5 %.....	47
8.2.3.	Nezávislí obchodníci s elektřinou.....	47
8.2.4.	Trh s elektřinou v roce 2005.....	48
8.2.5.	Očekávaný vývoj.....	48
8.3.	Datová část.....	49
8.4.	Finanční analýza podniku E.ON Distribuce, a.s.....	53
8.4.1.	Analýza majetkové a finanční struktury podniku.....	53



8.4.2. Analýza výnosů a nákladů.....	54
8.4.3. Analýza čistého pracovního kapitálu.....	54
8.4.4. Analýza zadluženosti a vztahu majetkové a finanční struktury.....	55
8.4.5. Analýza likvidity.....	56
8.4.6. Analýza rentability.....	56
8.4.7. Analýza aktivity.....	57
8.4.8. SPIDER analýza.....	57
8.4.9. Závěr k finanční analýze.....	59
8.5. Výkonnosti podniku podle ukazatele EVA.....	60
8.5.1. Vymezení C (NOA).....	60
8.5.2. Vymezení NOPAT.....	64
8.5.3. Výpočet WACC.....	67
8.5.4. Výpočet EVA.....	69
8.6. Závěr k případové studii.....	70
<b>9. ZÁVĚR.....</b>	<b>71</b>
<b>ABSTRAKT.....</b>	<b>73</b>
<b>PŘEHLED POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>74</b>
<b>PŘÍLOHY.....</b>	<b>75</b>

# 1. Úvod

Firmy a podniky jsou v dnešní době již běžnou součástí života kolem nás. Pro své vlastníky jsou zdrojem peněz, prestiže a moci. Vlastníci vkládají do firmy kapitál a očekávají jeho zhodnocení. Zisk však není hlavním cílem, tím je maximalizace tržní hodnoty.

Vlastníci by měli znát hodnotu své firmy, aby byli schopni posoudit, jak funguje a mohli ji optimálně řídit.

Jedním z nástrojů k řízení a oceňování podniků, kterému je v posledních letech ve světě podnikání věnována velká pozornost, je ekonomická přidaná hodnota (EVA – Economic Value Added). Jejími autory jsou Američané G. Bennett Stewart III a Joel Stern, kteří metodu podrobně rozpracovali. EVA byla v devadesátých letech zpopularizována a získala si řadu příznivců i odpůrců, jak v akademické, tak i manažerské literatuře.

Jedná se o operativní zisk, který je snížen o náklady na veškerý kapitál použitý k produkci tohoto zisku. Je totiž nutné rozlišovat mezi ziskem účetním a tzv. ziskem ekonomickým.

EVA je nástroj, který kombinuje hospodářský výsledek s velikostí rizika, které je spojeno s dosažením tohoto výsledku. Čím větší riziko představuje pro investory vložení kapitálu do firmy, tím vyšší je hranice výnosnosti, kterou musí firma dosáhnout, aby vytvářela hodnotu. Pokud je výsledný ukazatel EVA kladný, firma vytváří hodnotu, pokud je naopak záporný, firma hodnotu ničí.

Ukazatel EVA je považován za jednu z nejvýznamnějších inovací v podnikových financích za posledních 20 let a ukázal se být efektivním manažerským nástrojem pro zvyšování výkonnosti a efektivnosti firmy a pro tvorbu hodnoty pro vlastníky.

## 1.1. Cíl práce

Cílem práce je zhodnotit ukazatel ekonomické přidané hodnoty jako jeden z nástrojů měření výkonnosti podniku a vymezit jeho výhody či nevýhody oproti tradičním ukazatelům finanční výkonnosti.

## 1.2. Struktura práce

Práce se skládá ze 6 hlavních tématických celků. První z nich se zabývá měřením a řízením výkonnosti podniku a jsou v něm popsány rozdíly mezi tradičními a moderními ukazateli finanční výkonnosti podniku.

Druhý celek popisuje vznik ekonomické přidané hodnoty a definuje základní vzorce pro její výpočet.

Ve třetí části jsou popsány nutné úpravy, které vedou k výpočtu ekonomické přidané hodnoty. .

Čtvrtý celek se poté zabývá zhodnocením ukazatele EVA a představuje jeho možné využití v praxi.

Další kapitola stručně popisuje možnost využití ekonomické přidané hodnoty v podmínkách české ekonomiky.

Závěrečná část obsahuje případovou studii, kde je ekonomická přidaná hodnota počítána na konkrétním vybraném podniku.

## 2. Měření a řízení výkonnosti podniku

V této kapitole jsou popsány způsoby měření a řízení výkonnosti podniku, je zde naznačen vývoj, jak se v minulosti měnil význam ukazatelů pro řízení výkonnosti, a jsou zde popsány rozdíly mezi tradičními a moderními ukazateli výkonnosti podniku.

### 2.1. Definice výkonnosti podniku

*„Pojem **výkonnost** je většinou vymezen jako schopnost firmy (podnikatelského subjektu) co nejlépe zhodnotit investice vložené do jeho podnikatelských aktivit.“<sup>1)</sup>*

Výkonnost je však hodnocena jinak zákazníky, jinak manažery a jinak vlastníky firmy.

Pro zákazníky je výkonná ta firma, která dokáže plnit jejich potřeby a nabídne jim kvalitní produkt za odpovídající cenu. Měřítkem výkonnosti jsou pro zákazníky kvalita, dodací lhůta a cena.

Pro manažery je firma výkonná tehdy, jestliže dostatečně prosperuje, má stabilní podíl na trhu, vyrovnané peněžní toky, je rentabilní a likvidní.

*„Vlastníci chtějí dosáhnout zhodnocení kapitálu jimi do firmy vloženého. Podle jejich názoru je výkonnou ta firma, která je to schopna dokázat v nejvyšší možné míře a v co nejkratší době. Schopnost uspět je posuzována měřítky vycházejícími z kategorií: návratnost investice (ROI), ekonomická přidaná hodnota (EVA) a hodnota firmy (cena akcie).“<sup>1)</sup>*

### 2.2. Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku

Historický pohled na měření výkonnosti podniku se postupně měnil a vyvíjel. Dříve byl za měřítko výkonnosti považován hlavně zisk. Ukázalo se však, že to není dostatečný ukazatel výkonnosti, neboť ho lze ovlivnit účetními postupy, nebere v úvahu riziko a nebere v úvahu časovou hodnotu peněz.

---

1) ŠULÁK, M. a VACÍK, E.: *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha: EUPRESS, 2005. 90 s. ISBN 80-86754-33-2

„V posledních letech se celosvětově upřednostňuje provádět měření výkonnosti společností z **pohledu zvýšení hodnoty firmy**.“<sup>2)</sup>

„**Hodnota** se ukazuje jako výhodné měřítko výkonnosti podniku, protože jako jediná vyžaduje k měření kompletní informace. Řízení hodnoty představuje systém, strategie, procesy, analytické techniky, výkonnostní měřítko i kulturu celého podniku.“<sup>3)</sup>

Hodnotové řízení podniku by mělo obsahovat následující prvky:

- strategické plánování a rozpočtování,
- alokaci kapitálu,
- měření výkonnosti,
- systém odměňování manažerů,
- interní komunikaci,
- externí komunikaci.

„**Maximalizace hodnoty** znamená, že vedení podniku musí usilovat o co největší přínos pro vlastníky, a to jak v podobě podílů na zisku, tak rovněž formou výnosů plynoucích z růstu cen vlastnických podílů.

Základním kritériem hodnocení jakékoliv investice a její efektivity je **čistá současná hodnota** (Net Present Value – NPV). Její propočítání nám uvádí, nakolik dané rozhodnutí přispívá či škodí investorům.“<sup>3)</sup>

Pro čistou současnou hodnotu platí:

$$NPV = PV - I$$

kde:

NPV = čistá současná hodnota,

PV = současná hodnota budoucích užitků z investice,

I = výše investice.

Pro vlastníka je žádoucí, aby čistá současná hodnota byla kladná, tj.  $NPV > 0$ . Čistá současná hodnota je tedy cestou k maximalizaci výkonnosti podniku z pohledu vlastníka.

---

2) ŠULÁK, M. a VACÍK, E.: *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha: EUPRESS, 2005. 90 s. ISBN 80-86754-33-2

3) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

V tabulkách (1-1, 1-2) je uveden historický pohled na měření výkonnosti:

**Tab. č. 1-1: Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku**

1. generace	2. generace	3. generace	4. generace
„Zisková marže“	„Růst zisku“	„Výnosnost kapitálu“ (ROA, ROE, ROI)	„Tvorba hodnoty pro vlastníky“
Zisk / Tržby	Maximalizace zisku	Zisk / Investovaný kapitál	EVA, CFROI, FCF, ...

Zdroj: Knápková, A. a Pavelková, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*

**Tab. č. 1-2: Posun paradigmatu u ukazatelů při měření výkonnosti společností**

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. jmění	Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	Zisková marže (Gross margin)
		Rentabilita čistých aktiv (RONA)	Hodnota přidaná trhem (MVA)
		Cash – flow (CF)	Balanced Scorecard (BSC)
			Rentabilita investic z toku hotovosti (CFROI)
			Celkové příjmy vlastníků (TSR)

Zdroj: Šulák, M. a Vacík, E: *Měření výkonnosti firem*

## 2.3. Tradiční ukazatele finanční výkonnosti podniku

Za tradiční ukazatele finanční výkonnosti podniku jsou považovány především:

- ukazatele absolutní hodnoty zisku (výsledku hospodaření),
- hotovostní toky (cash – flow),
- ukazatele rentability.

### 2.3.1. Ukazatele zisku

Patří mezi nepoužívanější měřítka výkonnosti podniku. Zisk lze vyjádřit různými způsoby:

#### **Čistý zisk – EAT (Earnings After Taxes)**

*„Z pohledu vlastníka nejdůležitější kategorie zisku. Jedná se o zisk po zdanění, který je určen k rozdělení. Způsob rozdělení zisku pak může významně působit na vývoj hodnoty podniku v budoucnu a na míru uspokojení vlastníků.“<sup>4)</sup>*

#### **Zisk před zdaněním – EBT (Earnings Before Taxes)**

*„Jedná se o kategorii zisku zahrnujícího daň z příjmu za běžnou a mimořádnou činnost. Použití tohoto ukazatele je vhodné pro porovnávání výkonnosti mezi jednotlivými obdobími i podniky ze zemí s různým zdaněním, protože umožňuje abstrahovat od míry zdanění.“<sup>4)</sup>*

#### **Zisk před úroky a zdaněním – EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)**

*„Jedná se o oblíbený ukazatel na úrovni divizí, protože soustřeďuje pozornost na růst tržeb a řízení nákladů. Měří pouze provozní výkonnost, neovlivňuje jej způsob financování a daně.“<sup>4)</sup>*

---

4) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

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

*„Ukazatel je hodně využíván u amerických podniků. Výhodou ukazatele je možnost srovnání výkonnosti podniků nezávisle na politice odpisování.“<sup>5)</sup>*

### **2.3.2. Ukazatele cash flow**

Tyto ukazatele představují peněžní toky podniku. *„Praktické finanční řízení a rozhodování podniků si ve vyspělých tržních ekonomikách vynutilo – vedle informací o zisku – též informace o peněžních tocích podniku, resp. o jeho peněžních příjmech a výdajích. Podstatou sledování cash flow je změna stavu peněžních prostředků.*

*Kategorie cash flow je možné ve finančním řízení využít:*

- *ve finanční analýze pro hodnocení finanční stability podniku,*
- *při krátkodobém plánování peněžních příjmů a výdajů,*
- *při střednědobém a dlouhodobém sestavování finančních výhledů podniku,*
- *při hodnocení efektivnosti investičních variant,*
- *při posouzení schopnosti podniku financovat investice vlastními zdroji,*
- *při hodnocení výkonnosti a oceňování podniku.<sup>6)</sup>*

### **2.3.3. Ukazatele rentability**

Tyto ukazatele jsou měřítkem míry zisku. Lze je použít pro srovnání v čase i pro mezipodnikové srovnávání výkonnosti. Patří mezi ně:

#### **Rentabilita tržeb – ROS (Return on Sales)**

Vypočte se jako podíl výsledku hospodaření a tržeb, vyjadřuje ziskovou marži podniku. Za výsledek hospodaření se nejčastěji používá podoba zisku po zdanění nebo EBIT.

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{VH}{\text{Tržby}}$$

5) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7



## Rentabilita aktiv – ROA (Return on Assets)

$$\text{Rentabilita aktiv} = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

*„Jedná se o důležitý ukazatel, který měří výkonnost neboli produkční sílu podniku. Je ukazatelem produkce zisku využitím majetku podniku nezávisle na tom, z jakých zdrojů byl majetek pořízen.“<sup>6)</sup>*

## Rentabilita investovaného kapitálu – ROI (Return on Investment)

Používá se jako ukazatel pro měření výkonnosti dlouhodobého kapitálu vloženého do majetku podniku.

## Rentabilita vlastního kapitálu – ROE (Return on Equity)

Vypočte se jako podíl čistého zisku a vlastního kapitálu a vyjadřuje výnosnost kapitálu, který do podniku vloží jeho vlastníci.

*„Výsledek ukazatele by se měl pohybovat nad úrovní alternativního nákladu na kapitál.“<sup>6)</sup>*

## Zisk na akcii – EPS (Earnings per share)

Vypočte se jako podíl čistého zisku a počtu vydaných akcií a měří výši čistého zisku připadajícího na jednu akcii podniku. Bývá hodně využíván investory na kapitálových trzích.

### 2.3.4. Kritika tradičních ukazatelů výkonnosti podniku

*„Většina tradičních ukazatelů je založena na účetních údajích a hlavně na účetním výsledku hospodaření. Neberou v úvahu pojem rizika, vliv inflace, nezabývají se časovou hodnotou peněz. Nekomparují výsledek hospodaření s náklady obětované příležitosti.“*

*Kritické námitky vůči výsledku hospodaření používaného v ukazatelích se týkají dále zejména následujících skutečností. Výsledek hospodaření*

---

6) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

může být ovlivněn různorodostí přijaté účetní politiky podniku (používanými technikami oceňování majetku, tvorbou rezerv a opravných položek, odpisovou politikou, časovým rozlišením nákladů a výnosů); výsledek hospodaření může obsahovat výnosy a náklady, které nejsou produkovány hlavní činností podniku (představují alokaci volného kapitálu) nebo jsou výsledkem mimořádných událostí a další.

Problémy s vymezením kapitálu podniku a jeho struktury, příp. vymezení aktiv pro účely zjištění rentabilních ukazatelů, se odvíjejí zejména z těchto skutečností – hmotná aktiva nejsou ve vlastnictví podniku, ale slouží k podnikání; nehmotná aktiva, která nejsou zahrnuta, protože jejich přínos je obtížně kvantifikovatelný; v ukazatelích jsou zahrnuta aktiva bez ohledu na to, jsou-li využívána v hlavní činnosti; zůstatkové ceny aktiv jsou závislé na zvolené účetní metodice odepisování, vzniká tedy problém historických cen apod.

Hodnoty ukazatelů rentability samotné nejsou ještě měřítkem úspěšnosti podniku – je nutné je porovnat s náklady obětované příležitosti. Ukazatele rentability jsou zaměřeny na hodnocení minulého období. Nezohledňují odhad budoucích přínosů podnikatelských aktivit.

Problémem tradičních ukazatelů výkonnosti je také to, že se neobejdou bez dodatečných informací týkajících se zejména vývoje likvidity, zadluženosti, vztahu majetkové a finanční struktury a nebo využití aktiv podniku.<sup>7)</sup>

## 2.4. Moderní ukazatele finanční výkonnosti podniku

Na základě kritiky tradičních ukazatelů se začaly rozvíjet a v podnikové praxi postupně zdomácňovat nové přístupy k měření a řízení výkonnosti podniku. Moderní ukazatel by měl splňovat tato kritéria:

- vykazovat co nejužší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value),
- umožňovat využití co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím, včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny,

---

7) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

- překonávat dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost,
- umožňovat hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků,
- umožňovat jasnou a přehlednou identifikaci jeho vazby na všechny úrovně řízení,
- měl by podporovat řízení hodnoty.

*„Akceptovat tvorbu hodnoty pro vlastníky jako nejvyšší cíl podniku je začátek. Vedení podniku musí být také schopno měřit úspěšnost dosahování tohoto cíle. Najít ukazatel výkonnosti, který by vyhověl výše uvedeným požadavkům, je obtížné. Tato skutečnost vede k situaci používání různých ukazatelů a konceptů řízení výkonnosti.“<sup>8)</sup>*

Mezi nejčastěji používané moderní ukazatele výkonnosti patří:

- Diskontované cash flow (DCF),
- Tržní přidaná hodnota (MVA),
- Excess Return,
- Total Shareholder Return (TSR),
- Shareholder Value Added (SVA),
- Cash Flow Return on Investment (CFROI),
- Cash Return on Gross Assets (CROGA),
- Ekonomická přidaná hodnota (EVA).

#### **2.4.1. Diskontované cash flow – DCF (Discounted Cash Flow)**

Na rozdíl od volného cash flow bere v úvahu čas a riziko. *„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.“<sup>8)</sup>*

Pro čistou současnou hodnotu (Net Present Value, NPV) platí:

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

---

8) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

kde:

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

$K$  = kapitálový výdaj spojený s investicí

$n$  = doba životnosti investice

$i$  = diskontní míra odrážející požadovanou výnosnost investice.

Projekt zvyšuje tržní hodnotu podniku, jestliže je  $NPV > 0$ .

*„Model volných peněžních toků je postaven na předpovědích budoucího vývoje podniku. To je pro investora důležité hledisko. Tento přístup však neumožňuje přímo propojit měření a řízení výkonnosti podniku s motivačním systémem, který by nutil manažery vybírat a realizovat projekty, které opravdu budou produkovat ekonomický užitek (kladnou čistou současnou hodnotu).“<sup>9)</sup>*

#### **2.4.2. Tržní přidaná hodnota – MVA (Market Value Added)**

Tento ukazatel měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a kapitálem, který byl do podniku investován.

$$MVA = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál}$$

*„Je to tedy ta část tržní hodnoty, o kterou jsou akcionáři bohatší díky tomu, že investovali svůj kapitál do výkonného podniku. Předpokladem platnosti vztahu je, že tržní hodnota cizího kapitálu je rovna jeho účetní hodnotě. Hodnota ukazatele MVA může být jak pozitivní, tak i negativní.“<sup>10)</sup>*

*„Cílem je dosáhnout co nejvyšší hodnoty MVA. Tohoto cíle nelze dosáhnout pouhým navýšením vloženého kapitálu, i když tím vzroste hodnota podniku. Ke zvýšení MVA dojde pouze v případě, že tento investovaný kapitál vydělá více než představují náklady na kapitál.“<sup>10)</sup>*

Tento ukazatel lze využít u veřejně obchodovatelných podniků a jeho výhodou je to, že jeho hodnota je uznána trhem. Nevýhodou však je, že není vždy evidentní a měřitelné, co je výsledkem práce manažerů a co okolí.

9) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

10) ŠULÁK, M. a VACÍK, E.: Měření výkonnosti firem. 1. vyd. Praha: EUPRESS, 2005. 90 s. ISBN 80-86754-33-2

### 2.4.3 Excess Return

Další ukazatel, který vychází z tržní hodnoty. Vypočítá se následovně:

$$\text{Excess Return}_n = \text{skutečná hodnota bohatství v období } n \\ - \text{očekávaná hodnota bohatství v období } n$$

kde:

- skutečná hodnota bohatství odpovídá budoucí hodnotě přínosů pro vlastníky,
- očekávaná hodnota bohatství vyjadřuje hodnotu investovaného kapitálu na konci sledovaného období, které by investovaný kapitál měl dosáhnout při investorem požadované výnosnosti.

### 2.4.4. Total Shareholder Return – TSR

Tento ukazatel dokáže přímo měřit změny v bohatství akcionářů v daném období. „*TSR je funkcí výše vyplácených dividend 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.*

*Toto měřítko je možné použít pouze pro měření výkonnosti obchodovaných podniků. Není možné pomocí něj měřit výkonnost neobchodovaných společností nebo jednotlivých divizí.<sup>11)</sup>*

### 2.4.5. Shareholder Value Added – SVA

Tento ukazatel představuje rozdíl mezi hodnotou celého podniku a hodnotou cizího kapitálu v tržních cenách k určitému datu. Lze jej vyjádřit následovně:

$$\text{SVA}_t = \text{SV}_t - \text{SV}_{t-1}$$

---

11) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

kde:

$SV_t$  = hodnota podniku pro vlastníky – Shareholder Value v čase t

*„Délka prognózovaného období odpovídá délce trvání konkurenční výhody, kdy podnik dosahuje výnosnosti vyšší než jsou náklady na kapitál.“<sup>12)</sup>*

#### 2.4.6. Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Tento ukazatel využívá konceptu vnitřního výnosového procenta. *„Jeho hodnotu lze interpretovat jako takovou provozní výkonnost, které by společnost dosáhla v případě, že by bez dodatečných investic byla schopna generovat po dobu životnosti provozních aktiv provozní cash flow o stejném objemu, jakého dosáhla ve sledovaném období. Provozní výkonnost podniku, která je reprezentována hodnotou CFROI, se následně porovnává s výnosností požadovanou investory vyjádřenou váženým průměrem nákladů kapitálu (WACC)“<sup>13)</sup>*

Výpočet ukazatele:

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

kde:

I investice (brutto),

BCF = brutto cash flow v jednotlivých letech upravené o inflaci,

NA = hodnota neodepisovaných aktiv,

n = doba ekonomické životnosti,

t = jednotlivé roky budoucího období n.

---

12) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

13) KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1

### 2.4.7. Cash Return on Gross Assets – CROGA

Jedná se o zjednodušený přístup k vyjádření výkonnosti podniku v daném roce.

$$\text{CROGA} = \frac{\text{OATCF}}{\text{GA}}$$

kde:

CROGA = hotovostní rentabilita hrubých (brutto) aktiv,

OATCF = provozní cash flow po zdanění,

GA = hrubá (brutto) aktiva.

### 2.4.8. Ekonomická přidaná hodnota – EVA (Economic Value Added)

Ekonomické přidané hodnotě je v poslední letech věnována ve světě podnikání velká pozornost. Tento ukazatel udává, zda společnost vytváří pro své majitele hodnotu, nebo naopak tuto hodnotu ničí. Hlavní výhodou tohoto ukazatele je, že kombinuje hospodářský výsledek s velikostí rizika, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku. EVA bývá často doporučována jako efektivní nástroj pro měření a řízení výkonnosti podniku. Detailně se tímto ukazatelem bude zabývat další obsah této práce.

## 2.5. Zhodnocení a možnosti využití ukazatelů výkonnosti podniku

V současné době se ukazuje jako důležité umět využívat měřítka výkonnosti podniku, která v sobě zahrnují budoucí růstové příležitosti. Je tomu tak proto, že podniky tzv. „New Economy“ vznikly většinou nedávno, nemají téměř žádnou historii a jsou charakteristické nízkým stavem majetku v podobě hmotných investic. *„Velkou část kapitálu mají umístěnou v podobě lidského kapitálu s vysokým know-how, v podobě kapacit výzkumu a vývoje apod. Ze začátku své existence vykazují obvykle vysoké ztráty, ale ukazují budoucí vysoké růstové příležitosti. Nesprávným odhadem růstových příležitostí může docházet k fatálním chybám při rozhodování o investicích.*

*Pro účinné řízení výkonnosti podniku lze doporučit využívání hodnotových ukazatelů, jak na bázi ekonomického zisku (např. EVA), tak ukazatelů na bázi cash flow (např. SVA, DCF). Ukazatele typu EVA umožňují ovlivňovat hospodaření podniku zapojením všech pracovníků, nastavením vhodných měřítek výkonnosti a také jejich motivací vázanou na dosažení této výkonnosti. Toto nelze aplikovat při využití měřítek koncipovaných na bázi celopodnikových výkonů. Ukazatele CFROI, DCF, SVA jsou výhodnými ukazateli zejména pro rozhodování o investicích.<sup>14)</sup>*

V tabulce (č. 2-1) jsou uvedeny silné a slabé stránky vybraných ukazatelů pro měření a řízení výkonnosti podniku. Je zde uvedeno, v jakých jednotkách se daný ukazatel vyjadřuje, zda v sobě zahrnuje náklady na cizí a náklady na vlastní kapitál, zda je upraven o inflaci a dále porovnání možných oblastí využití těchto měřítek při řízení podniku nebo investičním rozhodování.

---

14) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7



**Tab. č.2-1: Porovnávání výkonnostních měřítek**

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

Zdroj: Knápková, A. a Pavelková, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*

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 –  $WACC_{real}$  a při ocenění podniku pomocí konceptu CFROI

\*\*\* 1 – jednoduchý, 2 – jednoduchý s nutností úprav, 3 – mírně náročný, 4 – průměrně náročný, 5 – náročný

### 3. Ekonomická přidaná hodnota – EVA

V této kapitole je představen jeden z poměrně nových a velmi oblíbených nástrojů řízení výkonnosti podniku, ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA. Je zde uveden i základní vzorec pro jeho výpočet a některé další možnosti jeho vyjádření.

#### 3.1. Vznik ekonomické přidané hodnoty

Jedním z poměrně nových nástrojů, který slouží k řízení a oceňování firmy a kterému je ve světě podnikání věnována velká pozornost, je ukazatel **ekonomické přidané hodnoty – EVA (economic value added)**.

*„Autoři metody EVA jsou Američané Stewart a Stern, kteří také metodu podrobně rozpracovali. Stewart definoval Economic Value Added (EVA) jako „operating profits less the cost of all capital employed to produce those earnings,“ tj. jako operativní zisk snížený o náklady na veškerý kapitál použitý k produkci tohoto zisku.“<sup>15)</sup>*

Ukazatel EVA je řazen mezi takzvané hodnotové ukazatele výkonnosti. *„Tyto ukazatele se vyznačují tím, že kladou důraz na tvorbu přidané hodnoty firmy (value creation), kterou není schopen účetní zisk vždy dostatečně a srozumitelně zobrazit.“<sup>16)</sup>*

Jde o to, že je rozdíl mezi ziskem, který je vykázán účetně, a tzv. ekonomickým ziskem. Ekonomický zisk je dosažen tehdy, jestliže jsou kromě běžných nákladů uhrazeny i náklady kapitálu, především náklady na vlastní kapitál. Vykazuje-li tedy podnik účetní zisk, a je-li tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál, dosahuje rovněž zisk ekonomický.

---

15) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

16) PETŘÍK, T.: *Ekonomické a finanční řízení firmy*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2005. 372 s. ISBN 80-247-1046-3

### 3.2. Základní vzorec ukazatele a další možnosti jeho vyjádření

„Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je tato:

$$EVA = NOPAT - Capital \times WACC$$

kde

*NOPAT = net operating profit after taxes – zisk z operativní činnosti podniku (zisk z provozních operací) po dani.*

*Capital = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operativní činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku. Vymezení operativních aktiv může být v konkrétních situacích různé, závisí na povaze podnikatelské činnosti podniku. Je však třeba věnovat pozornost zachování vazby mezi operativními aktivy a hospodářským výsledkem z operativní činnosti.*

*WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital)<sup>17)</sup>*

Pokud je výsledný ukazatel EVA kladný, firma vytváří hodnotu, pokud je záporný, firma naopak hodnotu ničí.

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty lze vyjádřit i následovně:

$$EVA = (ROE - r_e) \times VK$$

Pokud si za rentabilitu vlastního kapitálu ROE dosadíme vzorec ČZ/VK a roznásobíme závorku, dostaneme:

$$EVA = \check{C}Z - VK \times r_e$$

kde

ČZ je čistý zisk,

VK x r<sub>e</sub> = je výše nákladů na vlastní kapitál v absolutním vyjádření.

17) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

### 3.3. Spread

Výraz  $(ROE - r_e)$  se nazývá tzv. **spread**. Pokud je tento spread kladný, tvoří firma pro své majitele hodnotu. Proto se vlastník firmy snaží, aby rozdíl  $ROE - r_e$  byl co největší, minimálně by měl být kladný. „*Pouze v tomto případě mu investice do firmy přináší více, než by mu vynesla alternativní investice. Zvyšuje-li firma zisk, ale současně se nezvyšuje spread, nezvyšuje hodnotu svých akcií.*“<sup>18)</sup>

O hodnotu čistého účetního zisku se zvyšuje vlastní kapitál firmy. Zvyšování čistého účetního zisku, a tím pádem i zvyšování vlastního kapitálu, ještě neznamena, že firma tvoří pro své vlastníky hodnotu a že tato hodnota roste. Nedosahuje-li čistý zisk firmy absolutní hodnoty alternativního nákladu vlastního kapitálu (tj. hodnoty, kterou by vlastník získal, pokud by investoval do stejně rizikové investice), snižuje se hodnota firmy pro vlastníky a to o rozdíl:

$$VK \times r_e - \check{C}Z.$$

Účetní přidaná hodnota je zcela odlišný pojem než ekonomická přidaná hodnota. Účetní hodnota je pouze jedním z faktorů ovlivňujících EVA. „*Účetní přidaná hodnota vyprodukovaná firmou je součástí výkazu zisků a ztrát a je definována následovně:*

*tržby za prodej zboží – náklady vynaložené na prodané zboží + výkon – výkonová spotřeba.*

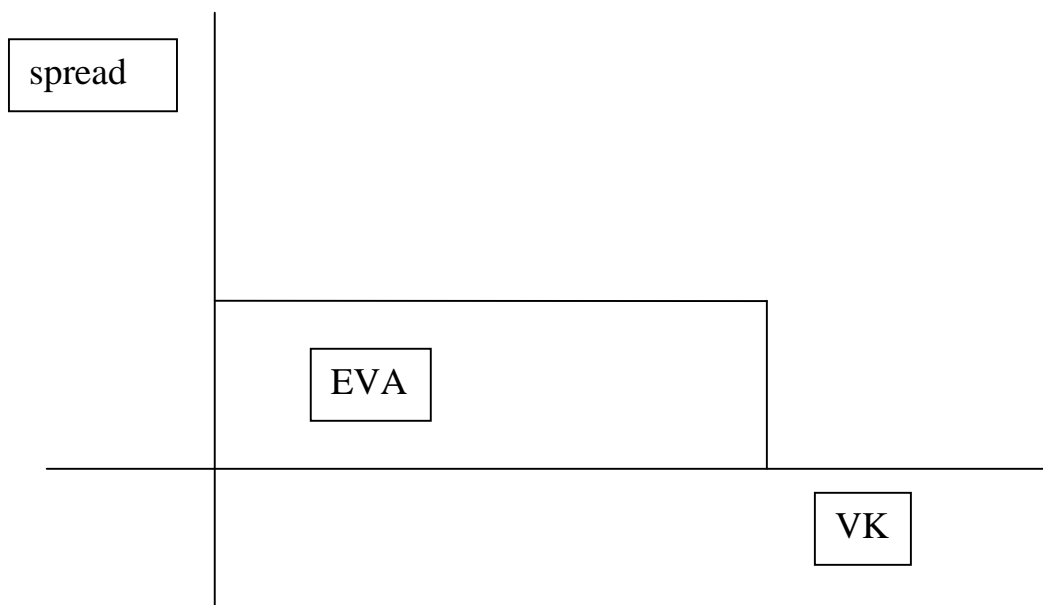
*Velikost přidané hodnoty je významným faktorem determinujícím velikost čistého zisku firmy. Firmou vyprodukovaná přidaná hodnota je použita na výplatu mezd, prostou reprodukci (odpisy), splácení úroků a další náklady firmy. To, co zůstane vlastníkov, je čistý zisk.*“<sup>18)</sup>

---

18) NEUMAIEROVÁ, I. a NEUMAIER, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1

EVA lze vyjádřit jako plocha obdélníčku na obrázku (č.3-1):

**Obrázek č. 3-1: EVA je součinem spreadu a vlastního kapitálu**



Zdroj: Neumaierová, I. a Neumaier I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*

*„Z obrázku se zdá, že firma může dosáhnout vyšší hodnoty EVA buď díky tomu, že má vyšší spread, nebo díky větší hodnotě vlastního kapitálu. Pohyb spreadu a vlastního kapitálu je však provázán. Je třeba si uvědomit, že za podmínky konstantní úrovně úplatných zdrojů je EVA na kapitálové struktuře nezávislá. Tím, že se změní výše vlastního kapitálu (posun na ose x), dojde současně ke změně úrovně spreadu (posun na ose y), a to tak, že celková hodnota EVA (plocha obdélníčku) zůstane stejná.*

*Vzhledem k tomu, že EVA je absolutní veličinou, není vhodná pro srovnávání výkonnosti firem. Pro srovnání je nutné vztáhnout firmou dosaženou hodnotu EVA k výši jejího vlastního kapitálu.<sup>19)</sup>*

19) NEUMAIEROVÁ, I. a NEUMAIER, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1

## 4. Výpočet ekonomické přidané hodnoty

V této kapitole je popsán výpočet a konstrukce ekonomické přidané hodnoty. Přestože k výpočtu ukazatele stačí tři veličiny, je nutné je upravit tak, aby výpočet ukazatele byl co nejobektivnější. Jednotlivé možné úpravy jsou zde nastíněny.

### 4.1. Základní veličiny pro výpočet EVA

Jak již bylo uvedeno, k výpočtu ekonomické přidané hodnoty je potřeba zjistit následující tři veličiny:

- NOPAT – zisk z operativní činnosti podniku,
- Capital - kapitál vázaný v aktivech, která slouží operativní činnosti podniku,
- WACC - průměrné vážené náklady kapitálu.

NOPAT by se měl počítat pouze z operativní (provozní) činnosti podniku, tedy pouze z té části podnikatelské činnosti, která slouží základnímu podnikatelskému účelu. Ze neoperativní (neprovozní) činnosti jsou potom považovány všechny ostatní činnosti, které nesouvisí se základní podnikatelskou činností. Aktiva sloužící k operativní činnosti jsou označována jako aktiva operativní (operating assets), ostatní aktiva se označují jako neoperativní aktiva.

Údaje pro výpočet ukazatele EVA jsou čerpány z účetních výkazů. To však bývá často nevhodné, neboť účetnictví bývá orientováno často na potřeby věřitelů. Za další nevýhodu účetních výkazů lze označit jejich zaměření na krátkodobé výsledky společnosti, účetnictví je tzv. statické, vykazuje skutečnosti, které se staly v minulosti. Investoři však potřebují znát budoucí výnosy a rizika spojená s investicí. Z toho vyplývá potřeba upravit účetní model s důrazem na potřeby akcionářů a konzistenci dat potřebných k měření výnosnosti.

Protože ekonomická přidaná hodnota byla vyvinuta ve Spojených státech, její úprava vychází ze Všeobecně uznávaných účetních zásad ve Spojených

státech (US GAAP). Je proto potřeba znát základní rozdíly mezi nimi a českými účetními předpisy.

*„Nezbytným krokem je konverze účetního modelu (tj. zobrazení hospodářské situace v účetnictví) na model ekonomický (tj. takové zobrazení ekonomické reality, které se blíží pohledu kapitálového trhu). Autoři modelu EVA – Stern, Stewart a kol. zpracovali seznam úprav účetních dat, který obsahuje 164 položek. Úplný seznam úprav je obchodním tajemstvím Stern – Stewart a kol.“<sup>20)</sup>*

## **4.2. Konverze EVA**

Bývá doporučováno použít jen ty úpravy, které mají v konkrétním případě nejdůležitější význam. Nutné úpravy lze obecně shrnout do čtyř druhů konverzí:

- konverze na operativní aktiva (operativní konverze),
- konverze finančních zdrojů (konverze financování),
- konverze daňová,
- konverze akcionářská.

### **4.2.1. Konverze na operativní aktiva**

Operativní hospodářský výsledek a kapitál musí být očištěny od všech neoperativních nákladů a výnosů, tj. od těch, které neslouží k dosažení a udržení příjmů z hlavní podnikatelské činnosti. *„Ve vztahu k EVA je pak používán pojem čistá operativní aktiva (net operating assets – NOA).“<sup>49)</sup>* Ekonomický zisk je potom chápán jako výsledek činnosti čistých operativních aktiv. Standardní účetní výkazy takové rozčlenění aktiv neumožňují. Záleží proto na poskytnutých údajích a schopnosti analytika (který provádí výpočty) vystihnout, které změny jsou potřebné.

### **4.2.2. Konverze finančních zdrojů**

Hlavním úkolem je přesně vymezit zdroje financování použité k investování. Musí zde být zahrnuty všechny zdroje, proto je potřeba doplnit účetně vykazované zdroje financování o další možnosti, aby byl vytvořen reálný

---

20) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

a úplný obraz financování podniku. Jde hlavně o leasingové financování, tiché rezervy a různé druhy pronájmu.

#### **4.2.3. Konverze daňová**

Úkolem je odstranění daňových efektů způsobených cizím financováním, protože cizí financování má být zohledněno jen v kapitálových nákladech. NOPAT poté představuje výnos podniku, který je fiktivně financován vlastním kapitálem. Lze jej zjistit jako rozdíl zisku před zdaněním a skutečným zdaněním, k němuž se připočte hodnota daňového štítu cizího financování. Tento rozdíl musí být zohledněn jako úprava i v bilanci.

#### **4.2.4. Konverze akcionářská**

Protože se při výpočtu NOA započítává do aktiv řada položek, které v účetnictví nejsou běžně vykazovány, musí zároveň docházet i k úpravám na straně pasiv. Jde především o zvyšování vlastního kapitálu, které se zohlední v upravené rozvaze jako ekvivalenty vlastního kapitálu (equity equivalents). Mezi tyto úpravy lze zahrnout například výdaje na vědu a výzkum, marketingový průzkum atd., které nejsou považovány za náklady, ale za investice. Tím se docílí relativní stability ukazatele NOPAT, protože nebude zatížen jednorázovými náklady.

Cílem těchto úprav je docílit:

- podpory rozhodnutí, která budou zvyšovat hodnotu podniku,
- korekce zkreslení způsobené legálními účetními předpisy,
- úpravy struktury financování o položky nezjištěné v účetní rozvaze,
- vymezení operativních aktiv a k nim se vázajících nákladů a výnosů.

### **4.3. Propočet základních položek EVA**

Je potřeba určit jednotlivé komponenty EVA, tj:

- operativní aktiva (NOA),
- hospodářský výsledek (NOPAT),
- průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).



### 4.3.1. Určení operativních aktiv (NOA)

„Východiskem pro výpočet NOA je samozřejmě rozvaha. Úkolem je:

- z aktiv vydělit neoperativní aktiva,
- aktivovat, pokud možno v tržním ocenění, položky, které účetně v aktivech vykazovány nejsou,
- aktiva snížit o neúročený cizí kapitál.<sup>21)</sup>

#### 4.3.1.1. Vyloučení neoperativních aktiv

Je problémem určit, která aktiva mají operativní charakter a která nikoliv. Názory na tento problém se různí a provedené úpravy závisí do značné míry na situaci konkrétního podniku a na odborném posouzení analytika. Následující přehled uvádí jednotlivé položky aktiv, které by měly být, pro výpočet ukazatele EVA, vypuštěny z aktiv vykazovaných v účetnictví.

##### **Nedokončené investice**

Doporučuje se nezařazovat nedokončené investice do NOA z toho důvodu, že nejsou zatím použitelné v provozní činnosti podniku a proto se nepodílí na tvorbě současných hospodářských výsledků.

##### **Kumulované neobvyklé zisky**

NOPAT obsahuje pouze náklady a výnosy dosažené za běžné činnosti. Proto je třeba vyřadit náklady a výnosy, které byly dosaženy mimořádnou činností a tutéž úpravu provést v rozvaze. Pokud by se jednalo o kumulovanou neobvyklou ztrátu, rozvaha by se o ni navýšila.

##### **Aktiva nepotřebná k operativní činnosti**

Aktiva, která jsou nevyužívána, se nemohou podílet na tvorbě operativního zisku. Proto je třeba účetní hodnotu těchto aktiv vyloučit a o sníženou hodnotu upravit vlastní kapitál.

---

21) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

## **Zřizovací výdaje**

Jedná se o náklady, které nejsou přímo spojeny s hlavní činností podniku a proto je nutné je vyloučit z aktiv a o stejnou částku snížit vlastní kapitál.

## **Vlastní akcie**

Neměly by být zahrnovány do NOA a to z důvodů:

- nejsou zdrojem operativních výnosů,
- nezpůsobují žádné kapitálové náklady.

## **Finanční majetek**

Do finančního majetku spadají např. následující účty – peníze, účty v bankách, krátkodobý finanční majetek. „V rozvinutých ekonomikách slouží krátkodobý finanční majetek především jako rezerva, která má ulehčit například:

- splácení úvěru,
- financování investic.

*Pokud má tedy krátkodobý finanční majetek charakter strategické rezervy, zastáváme názor, že se nejedná o aktivum operativní, tedy provozně nutné, a je proto správné odečíst jej z bilanční sumy.<sup>22)</sup>*

Peněžní prostředky by se měly udržovat jen v provozně nutné výši. Jestli tomu tak není, měl by být přebytek nad provozně nutnou výši odečten od NOA.

## **Finanční investice**

Za finanční investice je považován dlouhodobý finanční majetek. Patří sem:

- podílové cenné papíry a podíly v podnicích s rozhodujícím vlivem,
- podílové cenné papíry a podíly v podnicích s podstatným vlivem,
- realizované cenné papíry a podíly,
- ostatní půjčky,
- ostatní dlouhodobý majetek.

Rozhodnutí, zdali je vyčlenit z NOA, záleží na účelu finančních investic a charakteru spojení mezi podniky. Vyčleněny by měly být ty investice, které mají portfoliový charakter (tj. pouze uložení peněz). Investice, u kterých

---

22) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

dochází k propojení hlavních činností mezi analyzovanou společností a společností, do které je investováno, by měly být naopak v NOA zachovány.

### **Rezervy a opravné položky**

Rezervy mohou být operativní i neoperativní. Jsou vytvářeny rezervy na rizika nebo ztráty z podnikání. Tvorba rezerv se odvozuje od současných okolností, či od těch, které je možné na základě určitých událostí očekávat.

Opravné položky (pro nedobytné pohledávky, poškozené zboží atd.), které jsou významnou součástí podniku a stoupají s růstem rozsahu všeobecných podnikatelských aktivit, by měly být účtovány jako ekvivalenty vlastního kapitálu.

Pokud se řadí spíše mezi „rezervy epizodního charakteru“, měly by být od kapitálu odečteny.

Vytváří-li podnik tiché rezervy, je třeba je zařadit k základnímu kapitálu formou ekvivalentů vlastního kapitálu a zatížit je náklady vlastního kapitálu.

#### **4.3.1.2. Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví**

Do operativní aktiv je potřeba zahrnout všechna aktiva, která se podílejí na tvorbě operativního výsledku, tedy i ta, která nejsou zaznamenána v rozvaze.

### **Leasing**

Prostřednictvím leasingu se financuje část investic podniku. Proto je žádoucí, aby majetek, který je formou leasingu najatý a z něhož plynou nájemci ekonomické užitky a rizika, byl zahrnut v rozvaze nájemce, aniž by k němu disponoval vlastnickým právem. Aktivace majetku pořízeného na leasing platí jak pro aktiva pořizovaná na finanční, tak i na operativní leasing.

Finanční leasing se odlišuje od operativního tím, že rizika a výhody spojené s vlastnictvím předmětu nese nájemce. Pro finanční leasing musí být splněny tyto podmínky:

- leasingová smlouva je uzavřena na dobu, která odpovídá podstatné části ekonomické životnosti aktiva,

- nájemce nese převážnou část rizik a užitků, která jsou spojena s vlastnictvím předmětu,
- leasingová smlouva není běžně vypověditelná, nebo je vypověditelná jen za nepředpokládaných skutečností a za předpokladu, že s tím majitel souhlasí,
- po ukončení leasingové smlouvy má nájemce právo na kupní opci.

České účetní a daňové předpisy vychází z toho, že formální právní stav má přednost před ekonomickou podstatou. „Právně je majitelem předmětu leasingu pronajímatel. Proto je i účetně předmět leasingu vykazován u majitele (v rozvaze majitele). Podle Mezinárodního účetního standardu 17 by však měl být rozhodující pohled ekonomický. Ekonomické užitky a rizika při finančním leasingu nese nájemce. Předmět leasingu by měl být proto začleněn do aktiv nájemce a pasiva je třeba rozšířit o tomu odpovídající závazky.

Důsledky začlenění předmětu leasingu do aktiv nájemce je třeba promítat i do propočtu hospodářského výsledku. V nákladech je třeba platby za leasing rozdělit na odpisy z pronajatého majetku (aktiva) a na finanční náklady spojené s jeho pořízením. Finanční náklady by měly být ekonomickým vyjádřením úroků z úvěru.

Jako nejvhodnější pro konkrétní provedení se jeví vyjít z principů obsažených v Mezinárodním účetním standardu 17. Vlastní postup účtování je pak založen na tom, že simulujeme úvěr, který by odpovídal podmínkám leasingové smlouvy. Výchozími parametry tedy jsou:

- hodnota předmětu leasingu, která by měla odpovídat jeho tržní hodnotě (označíme ji  $H_{PL}$ ),
- doba pronájmu  $n$  vyjádřená v časových intervalech  $t$ , kdy dochází ke splátkám,
- výše leasingových plateb na začátku, ne na konci intervalu  $LP_t$ ,
- úroková míra, která je implicitně obsažena v leasingových splátkách ( $i_L$ ), absolutní úroveň úroku vyplývající z této míry označíme  $U$ ,
- implicitní splátky úvěru odpovídajícího leasingu ( $SU_t$ ), předpokládáme, že  $LP_T = SU_t + U$ .<sup>23)</sup>

23) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

Nejprve je třeba určit implicitní úrokovou míru  $i_L$ :

$$H_{PL} = \sum_{t=1}^n (1 + i_L)^t \times LP_t$$

Pokud si označíme výši leasingového závazku na začátku období  $t$  ( $LZ_t$ ), pak lze vypočítat velikost úroků ( $U_t$ ) placených každý rok jako:

$$U_t = i \times LZ_t$$

Protože je známa velikost leasingových plateb, lze snadno dopočítat splátky úvěru ( $SU_t$ ):

$$SU_t = LP_t - U_t$$

Tímto způsobem se určí splátky, o něž se každoročně snižuje závazek, a implicitní úroky obsažené v leasingových platbách, které se připočtou k hospodářskému výsledku.

### **Náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky**

Jedná se o náklady, které podnik vykáže v běžném období, ale jejich účinek bude, podobně jako u investic, dlouhodobý. Mezi tyto náklady lze zařadit např.:

- náklady na výzkum a vývoj,
- náklady na vzdělání a výchovu pracovníků,
- náklady na marketing,
- náklady spojené se vstupem na nové trhy,
- náklady na reorganizaci podniku atd.

Tyto náklady svým charakterem odpovídají nehmotným aktivům, měly by se tedy vykazovat jako pořízení nehmotného majetku a odepisovat po dobu jejich předpokládané životnosti.

Podle US GAAP není dovoleno aktivovat náklady na výzkum a vývoj.

## **Přecenění majetku**

S přeceněním majetku vznikají další možné úpravy účetních dat na ekonomický model. Při oceňování zásob se používají metody FIFO či váženého průměru. Dlouhodobý majetek se oceňuje pořizovacími cenami, reprodukčními pořizovacími cenami nebo pokud je majetek vytvořen vlastní činností, tak vlastními náklady. Použitím historických cen dochází k chybám v ocenění, které mají dva základní zdroje:

- nebereme v úvahu růst cen,
- pomíjíme vliv technického pokroku.

*„První vliv můžeme, byť dosti nepřesně, vyloučit úpravou pořizovacích cen pomocí indexů růstu cen. Abychom mohli takové úpravy provést, potřebujeme znát strukturu dlouhodobého majetku podle stáří, jeho pořizovací ceny a zvolit vhodný cenový index.“<sup>(24)</sup>*

### **4.3.2. Určení velikosti operativního hospodářského výsledku - NOPAT**

Operativní provozní zisk po zdanění NOPAT dostaneme úpravami účetního výkazu zisků a ztrát. Operativní zisk je vytvářen operativními aktivy. NOPAT je výnosem z investovaného kapitálu a je tedy nutné do výpočtu operativního zisku zahrnout pouze ty náklady a výnosy, které byly vyprodukovány čistými operativními náklady (NOA). Základem pro určení NOPAT může být:

- hospodářský výsledek z běžné činnosti,
- provozní hospodářský výsledek.

Zde bude použit hospodářský výsledek z běžné činnosti. Musí být provedeny následující úpravy.

### **Vyloučení mimořádných položek**

Pro mezipodnikové a časové srovnávání je třeba z provozních a finančních nákladů a výnosů vyloučit mimořádné položky. Náklady se připočtou zpět k hospodářskému výsledku, výnosy se od něj odečtou.

---

24) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

Příkladem těchto mimořádných položek mohou být:

- změny ve způsobu ocenění majetku,
- manka a škody, a nároky na jejich úhradu,
- náklady na restrukturalizaci,
- mimořádné odpisy majetku,
- rozpouštění nevyužitých rezerv apod.

### **Vyloučení úrokových nákladů cizího kapitálu**

Náklady cizího kapitálu nejsou obsaženy v sazbě průměrných vážených nákladů kapitálu, je proto nutné zařídit, aby placené úroky nesnižovaly hospodářský výsledek. Proto se z finančního nákladu vyloučí placené úroky a úroky implicitně obsažené v leasingových platbách, tj. připočtou se zpět k hospodářskému výsledku.

### **Vyloučení změn vlastního kapitálu**

Jde o náklady na výzkum a vývoj. Tyto náklady jsou vypuštěny a nahradí se odhadem odpisů aktivovaných nákladů. Většinou bývá doporučována doba odepisování 5 let. *„Do hospodářského výsledku je třeba také započítat případné zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky (oproti účetním stavům). Vyloučit z hospodářského výsledku je naopak třeba tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud ovlivnily hospodářský výsledek (např. neúměrné vysoké odpisy, nadměrnou tvorbu opravných položek apod.)<sup>25)</sup>*

### **Vyloučení výnosů z neoperativního majetku**

Je třeba posoudit, zda finanční investice a finanční majetek mají operativní charakter, *„do jaké míry tato aktiva podmiňují základní podnikatelské aktivity a do jaké míry mají charakter ukládání peněz za účelem tvorby dlouhodobých rezerv a dosahování dalších výnosů z provozně nevyužitého kapitálu. Výsledkem těchto úvah by mělo být rozhodnutí, v jaké míře je žádoucí odpovídající finanční výnosy a náklady v NOPAT ponechat a v jaké to žádoucí není. Výnosy z provozně nepotřebných aktiv je třeba z hospodářského výsledku odečíst.<sup>25)</sup>*

---

25) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

## Úprava daní

NOPAT je operativní zisk po zdanění, je proto nutné zjistit daň, která by byla placena z operativního zisku (COT – Cash Operating Taxes). „Častý postup, který se v tomto případě používá, spočívá v tom, že se NOPAT vynásobí daňovou sazbou. Musíme si však uvědomit, že takto můžeme v praxi získat velmi zkreslený výsledek, protože v účetním hospodářském výsledku, ze kterého NOPAT vychází, může být řada výnosových a nákladových položek, které nejsou daňově uznatelné. Chceme-li provést propočet daně z NOPAT přesněji, můžeme použít některý z těchto postupů:

- *Propočteme skutečnou daňovou sazbu tak, že vydělíme splatnou daň účetním hospodářským výsledkem. Takto pojímané daňové sazby se většinou podstatně liší od sazeb daní stanovených zákonem, protože ty se samozřejmě vztahují k daňovému základu a nikoli k účetnímu hospodářskému výsledku. NOPAT pak vynásobíme touto skutečnou sazbou.*
- *Pracnější, ale ještě o něco přesnější výsledek získáme, když vyjdeme 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 oproti hospodářskému výsledku za účetní období z výsledovky.<sup>26)</sup>*

### 4.3.3. Určování nákladů kapitálu

Poslední složkou, při výpočtu ekonomické přidané hodnoty, je určení sazby nákladů kapitálu. Ta plní při výpočtu EVA dvě základní funkce:

- určuje minimální rentabilitu kapitálu,
- je základnou pro diskontování budoucích EVA při oceňování pomocí této hodnoty.

Při určení nákladů kapitálu se rozlišují tři případy:

- EVA entity,
- EVA equity,
- EVA APV.

---

26) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X



„EVA entity je případ považovaný zpravidla za základní. NOPAT zahrnuje jak hospodářský výsledek použitelný pro akcionáře, tak i úroky z cizího kapitálu, tj. výnosy věřitelů.“<sup>27)</sup>

V případě EVA equity – „nároky, a tedy diskontní míra budou vyjádřeny pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. NOPAT však v tomto případě musí být snížen o placené úroky.

Nejméně často se používá varianta EVA APV, kde by diskontní míra byla stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, ale při nulovém zadlužení podniku.“<sup>27)</sup>

### **Průměrné vážené náklady kapitálu**

Udávají náklady kapitálu odpovídající příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku.

Obecný vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu je:

$$WACC = r_e \times \frac{E}{C} + r_D \frac{D}{C} \times (1 - T)$$

kde:

$r_e$  = náklad na vlastní kapitál (return of equity),

$r_D$  = náklad na cizí kapitál (return of debt),

$E$  = vlastní kapitál (equity),

$D$  = cizí, explicitně úročený kapitál (debt),

$C$  = kapitál celkem (capital) =  $E + D$ ,

$T$  = daňová sazba z příjmů právnických osob (tax).

Pro výpočet WACC je třeba určit váhy jednotlivých složek kapitálu, určit náklady cizího kapitálu a určit náklady vlastního kapitálu.

### **Určení vah jednotlivých složek kapitálu**

Je zásadou používat váhy vypočítané z tržních hodnot. „Z požadavku na použití tržní hodnoty ale plyne tzv. „cirkulační problém“. Pro výpočet WACC

---

27) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

*totiž potřebujeme znát tržní hodnotu vlastního kapitálu, která je ovšem kýženým výsledkem oceňovacího procesu. Další postup je tak podmíněn znalostí konečného výsledku.*<sup>28)</sup>

Existují tyto možnosti:

1. Zvolit cílovou strukturu kapitálu, která bude plánována jako stabilní pro celé plánovací období. Tato cílová struktura je základnou pro volbu vah.
2. Použití iterativních propočtů, kde dochází k souladu mezi výchozí a propočtenou kapitálovou strukturou.
3. Použití analytického řešení.

### **Náklady na cizí kapitál**

*„Náklady na cizí kapitál se propočtou jako vážený průměr z efektivních úrokových plateb, které podnik platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu.*<sup>29)</sup>

Zajímají nás pouze náklady úročeného cizího kapitálu, který byl použit na financování operativních aktiv. Do nákladů cizího kapitálu se proto přiřazuje implicitní úroková míra, která je obsažena v leasingových platbách.

### **Náklady na vlastní kapitál**

U nákladů vlastního kapitálu nejsou, na rozdíl od nákladů cizího kapitálu, dohodnuty žádné pevné platby. Náklady tak jsou odvozovány u akciových společností od dividend a u jiných právních forem společností od podílů na zisku.

Koncept vlastních nákladů má dvě základní polohy:

- náklady kapitálu jako finanční náklad,
- náklady kapitálu jako náklady příležitosti.

*„Finanční pojetí nákladů kapitálu může u akciových společností zahrnovat dividendy, náklady na zvyšování kapitálu a za určitých okolností náklady plynoucí z likvidace podniku. Finanční pohled na náklady kapitálu je především pohledem managementu.*

---

28) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

29) MAŘÍK, M., et al.: *Metody oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, s. r. o., 2003. ISBN 80-86119-57-2

*Pohlížíme-li na náklady kapitálu z pohledu vlastníka (investora), dostáváme se k pojetí nákladů kapitálu jako nákladů příležitosti. Hledáme tedy odpověď na otázku, jaký výnos by investor mohl docílit při stejném riziku, pokud by investoval mimo oceňovaný podnik.<sup>30)</sup>*

Pro kalkulaci výnosnosti se náklady kapitálu rozkládají na dvě části:

- část odpovídající požadované odměně za odklad spotřeby,
- část odpovídající výši přiměřeného rizika.

Vztah mezi systematickým rizikem a požadovanou výnosností vyjadřuje model oceňování kapitálových aktiv:

$$r_e = r_f + \beta [E(R_m) - r_f]$$

kde:

$r_e$  = náklady vlastního kapitálu,

$\beta$  = koeficient beta, který udává, zda riziko konkrétního aktiva je větší nebo menší než průměrná rizikovost na kapitálovém trhu,

$E(R_m)$  = očekávaná výnosnost na kapitálovém trhu,

$r_f$  = výnosnost quasi bezrizikových investic,

$E(R_m) - r_f$  = riziková prémie kapitálového trhu, která odpovídá systematickému riziku tohoto trhu.

Další možností k určení nákladů vlastního kapitálu je použití stavebnicového modelu. Jeho podstatou je, že kalkulovaná úroková míra je součtem výnosností bezrizikových cenných papírů a přírážek za riziko. Pomocí matematicko-statistických modelů ratingu byly odhadnuty charakteristiky, které ovlivňují riziko. Minimální riziko bylo dané výnosem státních pokladničních poukázek. Maximální hodnota rizika pak byla určena z fondů rizikového kapitálu (cca 40% nad pokladniční poukázky).

---

30) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

Výši alternativního nákladu na kapitál lze vyjádřit vztahem:

$$r_e = r_f + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finstr}} + r_{\text{finstab}} + r_{\text{LA}}$$

kde:

$r_f$  = sazba bezrizikového aktiva,

$r_{\text{podnik}}$  = přírážka za výši podnikatelského rizika,

$r_{\text{finstr}}$  = přírážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury,

$r_{\text{finstab}}$  = přírážka za riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky,

$r_{\text{LA}}$  = riziková přírážka za nedostatečnou likvidnost akcie.

*„Pokud by firma byla financována výhradně vlastním kapitálem (bankovní úvěry a obligace = 0), pak by platilo  $WACC = r_e$ .“<sup>31)</sup>*

$$WACC = r_e = r_f + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finstab}} + r_{\text{LA}}$$

### **Výpočet celkových vážených nákladů kapitálu**

Pokud jsou stanoveny váhy jednotlivých složek kapitálu a náklady cizího i vlastního kapitálu, pak výpočet celkových vážených nákladů kapitálu dostaneme dosazením do vzorce:

$$WACC = r_e \times \frac{E}{C} + r_D \frac{D}{C} \times (1 - T)$$

---

31) NEUMAIEROVÁ, I. a NEUMAIER, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1

## 5. Zhodnocení ukazatele EVA a možnosti jeho použití

V této kapitole je zhodnocen ukazatel ekonomické přidané hodnoty jako jeden z nástrojů pro měření a řízení výkonnosti firmy. Jsou zde vymezeny jeho přednosti a nevýhody, a jsou zde uvedeny možnosti jeho použití v praxi.

### 5.1. Využití ukazatele EVA

Kromě hlavního využití, kterým je měření a řízení výkonnosti podniku, lze tento ukazatel využít i pro následující činnosti:

- řízení a motivování zaměstnanců,
- ocenění podniků a akvizic,
- pro hodnocení investičních projektů.

#### 5.1.1. Využití EVA pro řízení a motivování zaměstnanců

*“Odměňování manažerů (ale i dalších zaměstnanců) patří k významné součásti každého podniku a to zejména z důvodu, že cíle vlastníků a manažerů (zaměstnanců) podniku se mohou odlišovat. Cílem vlastníka je maximalizace tržní hodnoty podniku. Cílem manažera (zaměstnance) je pak maximalizace hodnoty, avšak pro něho samotného. V praxi je ovšem nutné sladit jejich cíle. Ideální cestou je, když manažer má prospěch ze zvyšování hodnoty pro vlastníka; pak lze očekávat, že jeho rozhodnutí budou v souladu s cíli vlastníka.“<sup>32)</sup>*

Jestliže budou zaměstnanci odměňováni na základě toho, jak se zvyšuje hodnota podniku, budou mít na tomto zvyšování sami zájem a jejich cíle tak budou sladěny s cíli vlastníka.

#### 5.1.2. Využití EVA pro ocenění podniku

*„Oceňování podniku pomocí ukazatele EVA je významné především proto, že postihuje hlavní faktory tvorby hodnoty podniku*

---

32) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

*Platí:*

*Tržní hodnota podniku = investovaný kapitál + současná hodnota budoucích EVA*

*Budoucí EVA lze odvodit následujícím způsobem – je to dosažená úroveň EVA plus očekávané zvýšení (případně snížení) současné výše EVA.*

*Platí:*

*Tržní hodnota podniku =*

*Investovaný kapitál + EVA/WACC + Současná hodnota očekávaných změn EVA*

*Z uvedeného je evidentní, že pokud podnik chce, aby rostla jeho tržní hodnota, musí se snažit o dosažení co nejvyšší ekonomické přidané hodnoty v běžném roce i o vytvoření růstových příležitostí.<sup>33)</sup>*

### **5.1.3. Využití EVA pro investiční rozhodování**

*„Koncept EVA lze použít při investičních kalkulacích, kde se tradičně využívá metoda DCF. Celopodnikové zavedení modelu investičních kalkulací na bázi EVA nabízí možnost sjednotit investiční kalkulace napříč celým podnikem, což je výhodné zejména u podniků řízených na základě konceptu EVA.“<sup>33)</sup>*

## **5.2. Přednosti ukazatele EVA**

*“EVA je velmi blízká kategorii čisté současné hodnoty. Vyhovuje teorii, která říká, že zvýšit hodnotu podniku lze pouze v případě, že manažeři přijímají pouze projekty s kladnou NPV. Může tedy sloužit jako měřítko výkonnosti podniku.*

---

33) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

Vyhýbá se tím problémům s ukazateli RONA, ROI nebo ROE. Tyto ukazatele mohou vést manažery podniku s vysokými ukazateli rentability k odmítnutí dobrých projektů z obavy z jejich snížení.

Odpovědnost manažerů za vývoj tohoto měřítka výkonnosti je evidentnější než je to u ukazatele EPS (tržní cena na akcii). Je možné využít měřítka jako motivační nástroj a vybudovat na něm systém odměňování manažerů.

Ukazatel EVA je ovlivněn všemi typy rozhodnutí přijímaných manažery podniku – provozní a investiční rozhodnutí ovlivňují zisk a rentabilitu kapitálu; finanční rozhodnutí ovlivňují náklady na kapitál.

EVA může být využita jako koncept řízení v podobě propojení všech činností podniku i lidí účastnících se těchto procesů, a to jedním základním kritériem – zvýšit hodnotu vložených prostředků. Lze ji využít na divizionální úrovni řízení, řízení oddělení, dokonce i výrozkové řady. Propojuje strategické a operativní řízení.

Ukazatel EVA vyjadřuje přínos hlavní podnikatelské činnosti ve vymezeném období k naplnění cílů podniku a odděluje je od mimořádných vlivů. Způsob vymezení kritéria umožňuje jeho transformaci pro vnitropodnikové hodnotové řízení u takových odpovědnostních středisek, která mají možnost ovlivňovat výši a využití alespoň části podnikových aktiv.

Koncept je možné využít také v investičním rozhodování i při ocenění podniku. Přináší stejné výsledky jako metoda diskontovaných peněžních toků.

EVA se jeví jako jednodušší měřítka výkonnosti podniku v porovnání s ostatními hodnotovými ukazateli a snadno je pochopitelný jeho ekonomický obsah i vazby podnikových činností na jeho vývoj.

Stručně lze tedy shrnout, že ukazatel EVA může být použit jako nástroj:

- **měření a řízení výkonnosti podniku,**
- **řízení a motivování zaměstnanců,**
- **ocenění podniků a akvizic,**
- **pro hodnocení investičních projektů.<sup>34)</sup>**

---

34) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

Ve finanční analýze existuje velké množství ukazatelů výnosnosti (např. zisk na akcii, rentabilita vlastního kapitálu, hospodářský výsledek apod.). Tyto ukazatele však nejsou úplně dokonalé, protože nezohledňují riziko, opomíjí časovou hodnotu peněz a jsou ovlivněny účetními předpisy. Hlavní chyba je však spatřována v nedostatečné souvislosti mezi vývojem kurzů akcií a vývojem tradičních ukazatelů výnosnosti. A právě ukazatel EVA vykazuje silný vztah k vývoji hodnoty akcií a je tedy věrohodným signálem tvorby hodnoty pro akcionáře.

### 5.3. Nevýhody ukazatele EVA

Kromě řady výhod má ukazatel ekonomické přidané hodnoty i řadu nevýhod. Mezi ně lze zařadit to, že ukazatel vychází z účetních informací, které se musí dále, někdy poměrně složitě, upravovat.

Složitý bývá často také výpočet nákladů na kapitál a to zejména nákladů na vlastní kapitál.

Odborníci tomuto ukazateli také vyčítají, že nebývá upraven o inflaci.

*„Podniky jsou často hodnoceny na základě ročních změn EVA a ne na základě současné hodnoty budoucích EVA. Tento postup má výhodu, že nemusí být (na rozdíl od metody DCF) odhadován budoucí výnosový potenciál podniku. Hodnocení a řízení podniku tak ovšem může vést ke snížení hodnoty, stejně jako k preferenci rozhodnutí vedoucích k omezení investičních aktivit a tím krátkodobého zvýšení EVA.*

*Pokud je růst ukazatele EVA provázen zvýšením nákladů na kapitál (díky zvýšenému provoznímu riziku nebo změnami v kapitálové struktuře), může hodnota podniku klesnout i při současném zvýšení EVA.*

*Ukazatel bere v úvahu pouze důsledky podnikatelské činnosti, které se projevily jako náklad/výnos v daném období. Nezahrnuje očekávané přínosy v budoucích obdobích, a to ani přímo ve formě odhadu budoucích tokových veličin ani prostřednictvím ocenění aktiv a závazků v současné hodnotě budoucích užitků.*

*Ukazatel sám o sobě tedy není možné použít jako základ pro hodnocení strategického vývoje podniku. Hodnotu podniku (stejnou, jakou dává ocenění*



*pomocí diskontovaných peněžních toků) je však možné určit pomocí hodnoty investovaného kapitálu, kapitalizovaných hodnot běžných EVA a očekávaných změn EVA. Výsledky obou metod pro zjištění hodnoty podniku jsou totožné.*<sup>35)</sup>

## 5.4. Relativní ukazatele EVA pro porovnávání podniků

Problémem ukazatele EVA je také to, že se jedná o ukazatel absolutní (je ovlivněn velikostí podniku) a není možný pro vzájemné porovnávání podniků. Proto byly navrženy také relativní ukazatele EVA. Patří mezi ně:

- hodnotové rozpětí,
- relativní EVA podle London Business School,
- EVA – ROS.

### 5.4.1. Hodnotové rozpětí (value spread)

$$\begin{aligned} \text{Hodnotové rozpětí} &= \frac{EVA}{NOA} = \frac{NOPAT - WACC \cdot NOA}{NOA} = \frac{NOPAT}{NOA} - \frac{WACC \cdot NOA}{NOA} = \\ &= r - WACC \end{aligned}$$

kde:  $r$  = rentabilita čistých operativních aktiv

*„Hodnotové rozpětí (value spread) je vlastně rozhodující veličina k měření výnosnosti kapitálu upravené o riziko. Pomocí tohoto ukazatele lze srovnávat – narozdíl například od ROE – podniky s rozdílnou:*

- velikostí,
- vybavením kapitálem,
- kapitálovou strukturou,
- rizikovostí (to především).

---

35) KNÁPKOVÁ, A. a PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7

*Určitý problém však obnáší srovnávání podniků, které jsou náročné na nasazení živé práce, a podniků s intenzívním nasazením kapitálu. Jako příklad lze uvést podniky služeb, kde rozhodující složkou nasazených zdrojů tvoří „lidský kapitál“, který ale v NOA není obsažen, a tím se snižují náklady kapitálu.<sup>36)</sup>*

#### **5.4.2. Relativní EVA podle London Business School**

$$\text{Relativní EVA} = \text{EVA} / (\text{Osobní náklady} + \text{WACC} \times \text{NOA})$$

Tento ukazatel byl navržen specialisty London Business School a umožňuje srovnávat podniky s různou pracovní a kapitálovou intenzitou. Vyjadřuje podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty podniku.

#### **5.4.3. EVA – ROS (Return on sales – rentabilita tržeb)**

$$\text{EVA ROS} = \frac{\text{EVA}}{\text{Obrat}}$$

*„Jde o relativní ukazatel, kde EVA je vztažena k dosaženému obratu. Výhodou proti normálnímu ukazateli rentability obratu je, že zde vycházíme jen z provozního hospodářského výsledku (NOPAT).<sup>36)</sup> Výsledkem je provozní marže, která má lepší vypovídací schopnost než klasická rentabilita obratu.*

---

36) MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X

## 6. Využití EVA v podmínkách české ekonomiky

V této kapitole je naznačeno využití konceptu EVA v České republice, je zde vysvětleno, co to je Ranking a jsou zde uvedeny firmy, kterým se dařilo v České republice vytvářet v roce 2005 nejvyšší ekonomickou přidanou hodnotu.

### 6.1. The EVA® Ranking Czech republic

*„Ranking v obecném slova smyslu je metoda hodnocení spočívající v sestavení pořadí (žebříčku) firem ve skupině podle předem stanovených kritérií. Česká kapitálová informační agentura, a.s., a Central European Capital CZ, s.r.o., od r. 2000 pravidelně sestavují „The EVA® Ranking Czech republic“, který jednou ročně identifikuje 100 společností v České republice vytvářejících nejvyšší hodnotu pro vlastníky (EVA = Economic Value Added). Tato studie je prvním svého druhu nejen v České republice, ale i ve střední a východní Evropě.*

*Projekt „The EVA® Ranking Czech republic“ přináší zcela nový pohled na výkonnost hospodaření českých podniků. Hodnotí totiž nikoliv ziskovost či rentabilitu odvozenou pouze z finančních výkazů za dané účetní období, ale tzv. ekonomickou přidanou hodnotu, což je část jejich zisku po zdanění převyšující náklady na kapitál.*

*V prvním ročníku bylo podle EVA® hodnoceno 290 společností působících v České republice, v dalších ročnících se počet postupně zvyšoval až na cca 1000 hodnocených subjektů. Do studie jsou zařazeny společnosti odpovídající přesně definovaným kritériím výběru, nejedná se tedy o tzv. „anketový žebříček“, kde kdo se přihlásí, je vyhodnocen.*

*Tento Ranking je každoročně vypracován a publikován společností Central European Capital ve spolupráci s Českou kapitálovou informační agenturou, a.s., podle metodiky nadnárodní poradenské společnosti Stern Stewart & Co.<sup>37)</sup>*

---

37) EVA® Ranking Czech Republic [online]. [cit. 14. března 2007]. Dostupné na World Wide Web: <http://www.cekia.cz/?idf=eva-ranking>

## 6.2. Metodika hodnocení

*„The EVA® Ranking Czech republic je žebříček hodnotící výkonnost firem s důrazem na vytváření ekonomické přidané hodnoty pro vlastníky, což je část jejich zisku po zdanění převyšující náklady na kapitál. Je vytvářen na základě ekonomických dat dodávaných agenturou ČEKIA nebo získaných přímo od zkoumaných podniků.*

*Základním měřítkem výkonnosti společnosti dle EVA® je reziduální příjem, který zůstane po odečtení všech nákladů od provozního hospodářského výsledku. Počítá se jako rozdíl mezi provozním hospodářským výsledkem po zdanění (NOPAT) a náklady na kapitál.<sup>38)</sup>*

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Kapitál} \times \text{Náklady na kapitál}$$

V žebříčku jsou hodnoceny pouze nefinanční instituce, tzn. nejsou v něm zastoupeny banky, pojišťovny, fondy a investiční společnosti. V každoročně sestavovaném žebříčku je vždy uvedeno 100 nejlepších firem, které vyprodukovali nejvyšší hodnotu EVA.

## 6.3. Nejúspěšnější firmy podle EVA v ČR za rok 2005

V roce 2005 se podařilo v České republice dosáhnout nejvyšší hodnoty EVA firmě ŠKODA AUTO a.s., a to 4485,89 mil. Kč. Na dalších místech v první desítce se poté umístily firmy ČEZ, a.s. (3555,22 mil. Kč), RWE Transgas, a.s. (3161,62 mil. Kč), Philip Morris ČR a.s. (2633,85 mil. Kč), Plzeňský Prazdroj, a.s. (2297,06 mil. Kč), T-Mobile Czech republic a.s. (2122,97 mil. Kč), STROM telecom, a.s. (1984,90 mil. Kč), JOHNSON CONTROLS A.S., k.s. (1553,47 mil. Kč), Moravské naftové doly, a.s. (1495,89 mil. Kč) a Zentiva a.s. (1158,46 mil. Kč).

---

38) EVA® Ranking Czech Republic [online]. [cit. 14. března 2007]. Dostupné na World Wide Web: <http://www.cekia.cz/?idf=eva-ranking>

## **7. Metodika případové studie**

Zde je naznačen postup, podle kterého budu postupovat při vypracování případové studie:

### **1. Výběr konkrétního podniku a získání potřebných dat**

Vybraný podnik musel být z území Jihočeského kraje a byl nakonec vybrán podnik E.ON Distribuce, a.s., se sídlem v Českých Budějovicích. Za hlavní zdroj dat byla vybrána výroční zpráva této společnosti za rok 2005. V úvodní části bude stručně představení vybraného podniku.

### **2. Analýza odvětví**

V další části bude provedena krátká analýza odvětví, ve které se vybraný podnik pohybuje. Hlavním zdrojem dat pro tuto analýzu budou internetové stránky ministerstva průmyslu a obchodu ([www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)).

### **3. Finanční analýza**

Bude provedena klasická finanční analýza podniku, pomocí které budou zhodnoceny základní finanční ukazatele podniku v oblasti zadluženosti, aktivity, likvidity, rentability a také majetková a finanční struktura podniku.

### **4. Výpočet ukazatele EVA**

Následující část se bude zabývat výpočtem moderního ukazatele výkonnosti podniku EVA. Budou vypočteny základní veličiny nutné pro tento výpočet, a to:

- NOA,
- NOPAT,
- WACC.

Na základě získaných hodnot těchto veličin poté bude vypočtena hodnota ukazatele EVA.

### **5. Závěr případové studie**

Zde bude provedeno zhodnocení výkonnosti podniku.

## 8. Případová studie

Případová studie je zpracována na podniku E.ON Distribuce, a.s., a je zde zhodnocena výkonnost podniku jednak pomocí klasické finanční analýzy, tak také pomocí moderního ukazatele výkonnosti firem, ukazatele EVA.

V době, kdy byla tato studie zpracována, nebyla ještě zveřejněna účetní data za rok 2006, a proto je zhotovena na základě účetních dat za rok 2005. Vzhledem k lepší dostupnosti dat není předmětem studie celá konsolidovaná společnost E.ON jako celek, ale pouze její dceřinná společnost E.ON Distribuce, a.s., se sídlem v Českých Budějovicích.

### 8.1. Základní data o firmě

**Název společnosti:** E.ON Distribuce, a.s.

**Sídlo:** Lannova 205/16, 370 49 České Budějovice

**Identifikační číslo:** 26078198

**Právní forma:** akciová společnost

**Předmět podnikání:** distribuce elektřiny

**Rozvahový den:** 31. prosince 2005

**Založení společnosti:** v roce 2004

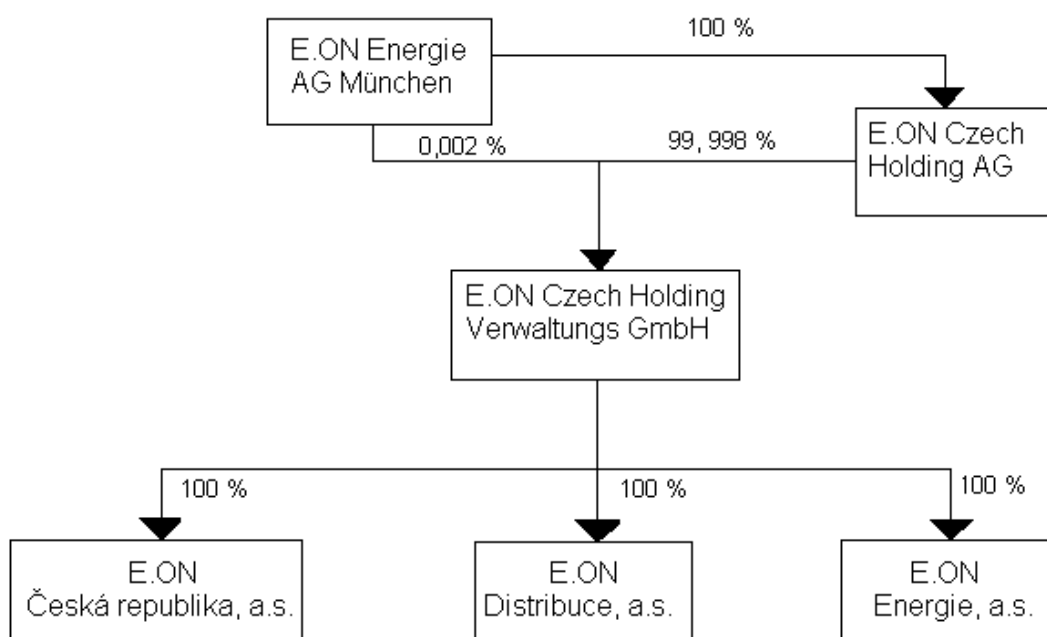
**Strategie:** E.ON Distribuce, a.s., je v rámci energetické skupiny E.ON v České republice zodpovědná za oblast provozování distribuční soustavy. Je licencována podle energetického zákona a regulována Energetickým regulačním úřadem (ERÚ). Nezastupitelný pro celou skupinu je i výkon ekonomických činností, zejména povinností regulovaného subjektu vůči ERÚ a dalším institucím.

Rok 2005 byl prvním rokem, kdy se společnost E.ON Distribuce, a.s. stala držitelem licence na distribuci elektřiny pro oblast bývalé Jihočeské energetiky a Jihomoravské energetiky a zahájila svou operativní činnost v energetice, v nové struktuře skupiny E.ON na českém trhu. S udělením této licence společnost převzala nejen všechna distribuční aktiva a jejich správu, ale i zodpovědnost za plnění povinností provozovatele distribuční soustavy.

Společnost E.ON zaznamenala v roce 2005 celkový odbyt elektřiny ve výši 12,2 TWh, čímž na českém trhu s elektřinou dosahuje více jak 20 % podíl.

### Struktura akcionářů společnosti E.ON v České republice:

Obrázek 8-1: Struktura akcionářů společnosti E.ON



Zdroj: [www.eon.cz](http://www.eon.cz)

## 8.2. Analýza prostředí energetického průmyslu

### 8.2.1. Hlavní události na trhu s elektřinou

1. ledna 2006 byl elektroenergetický trh ČR plně liberalizován a domácnosti tak získali právo zvolit si svého dodavatele. Činnosti na trhu s elektřinou, v nichž je možná konkurence, tak již nejsou regulovány a tento trh se tak stal otevřeným. Regulovány jsou pouze činnosti s monopolním charakterem. Ke stejnému datu byla završena reorganizace struktury významných subjektů na trhu s elektřinou započatá již v roce 2003 - slučování

distribučních společností a oddělování některých služeb a vyčleňování majetku, který s těmito službami souvisí, do samostatných společností. Od 1. ledna 2006 tak působí na území ČR tři významné subjekty: **skupina ČEZ**, dříve společnosti Středočeská energetická, a. s. (STE), Západočeská energetika, a. s. (ZČE), Severočeská energetika, a. s. (SČE), Východočeská energetika, a. s. (VČE), Severomoravská energetika, a. s. (SME), **skupina E.ON**, dříve společnosti Jihomoravská energetika, a. s. (JME) a Jihočeská energetika, a. s. (JČE) a **skupina PRE Holding**.

K 1. lednu 2006 rovněž provedli provozovatelé distribučních soustav s více jak 90 000 odběrateli unbundling činnosti distribuce od ostatních licencovaných činností.

### **8.2.2. Společnosti s tržním podílem větším než 5 %**

Na českém trhu s elektřinou působí v současné době pouze tři vertikálně integrované společnosti, které drží licenci jednak na distribuci elektřiny (provozovatelé přenosových distribučních soustav s více jak 90 000 odběrateli) a také licenci na obchod s elektřinou na trhu s elektřinou. Většina oprávněných zákazníků si do současné doby volí jako svého dodavatele elektřiny právě tyto společnosti z důvodu poměrně malého počtu aktivních nezávislých obchodníků na trhu v České republice a zanedbatelných rozdílů v nabídkových cenách. V případě odběratelů elektřiny na hladině nízkého napětí (maloodběratelé, podnikatelé a domácnosti) jsou tyto tři společnosti jedinými dodavateli elektřiny, kteří standardně nabízejí produkt silové elektřiny pro tyto kategorie maloodběratelů. Podíl těchto tří dodavatelů na trhu s elektřinou je více než 95 % celkové spotřeby konečných zákazníků v ČR, v případě odběratelů na hladině nízkého napětí je jejich podíl dokonce více než 99 %.

### **8.2.3. Nezávislí obchodníci s elektřinou**

Na trhu s elektřinou působí také několik významnějších obchodníků (okolo deseti), jejichž celkový podíl na trhu je pouze několik málo procent



z celkové spotřeby elektřiny oprávněných zákazníků. Tito dodavatelé doposud nabízeli elektřinu nakoupenou od menších výrobců či importovanou ze zahraničí pouze většinou velkým průmyslovým odběratelům. Vzhledem k otevření trhu s elektřinou lze v budoucnu očekávat jejich vzrůstající podíl na trhu maloobděratelů a domácností. Celkem bylo v České republice k 31. květnu 2006 vydáno 273 licencí na obchod s elektřinou, většina obchodníků však není aktivní, nebo je jejich podíl na trhu zanedbatelný.

#### **8.2.4. Trh s elektřinou v roce 2005**

Celková spotřeba elektřiny v České republice byla v roce 2005 včetně ztrát v sítích 69,9 TWh, což představuje nárůst o 1,9 % oproti roku 2004. Pokračoval tedy trend mírného růstu domácí spotřeby elektřiny.

Netto spotřeba elektřiny v tuzemsku činila přibližně 57,7 TWh, z toho 33,4 TWh (57,9 %) připadalo na velkoobděratele připojené na vysoké napětí a velmi vysoké napětí. Na maloobděratele připojené na hladinu nízkého napětí připadalo 7,9 TWh (13,7 %) a podíl na domácnosti činil 14,7 TWh (25,5 %). Zbývajících 1,7 TWh (2,9 %) připadá na energetický sektor, tj. jedná se o ostatní spotřebu elektráren.

Celková hodnota instalovaného výkonu elektráren v České republice k 1. lednu 2006 je 17 412 MW. Zhruba 58 % výkonu elektráren je připojeno přímo do přenosové soustavy, 42 % je pak připojeno do distribuční soustavy.

V sektoru elektroenergetiky probíhaly v roce 2005 rozsáhlé organizační změny. Jednalo se hlavně o převzetí kontroly na rozvodnými společnostmi ze strany společností ČEZ, a.s., a E.ON a rovněž v rámci těchto změn probíhala příprava na splnění podmínek pro otevření trhu s elektřinou.

#### **8.2.5. Očekávaný vývoj**

V několika následujících letech nelze očekávat výrazný nárůst velikosti spotřeby či maxima zatížení, nárůst spotřeby elektřiny u maloobděratelů je kompenzován úsporami a snižováním energetické náročnosti v průmyslu. Odhadovaný meziroční nárůst spotřeby do roku 2010 se pohybuje ve výši 1,0 – 2,1 %.

### 8.3. Datová část

Zde jsou údaje z účetních výkazů společnosti E.ON Distribuce, a.s. za rok 2005:

**Tab. 8–1: Rozvaha společnosti**

<b>Rozvaha k 31. 12. 2005</b>			
<b>Aktiva</b>	<b>Brutto tis. Kč</b>	<b>Korekce tis. Kč</b>	<b>Netto tis. Kč</b>
<b>A.Dlouhodobý majetek</b>	<b>38 787 462</b>	<b>-13 329 066</b>	<b>24 009 036</b>
A.I.Dlouhodobý nehmotný majetek	-3 802 109	754 191	-3 805 752
A.II.Dlouhodobý hmotný majetek	42 589 571	-14 083 257	28 506 314
<b>B. Oběžná aktiva</b>	<b>2 363 811</b>	<b>-2 115</b>	<b>2 361 696</b>
B.I.Dlouhodobé pohledávky	22	0	22
B.II.Krátkodobé pohledávky	2 363 731	-2 115	2 361 616
B.III.Krátkodobý finanční majetek	58	0	58
<b>C.I. Časové rozlišení</b>	<b>2 996</b>	<b>0</b>	<b>2 996</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>41 154 269</b>	<b>-13 331 181</b>	<b>27 823 088</b>
<b>Pasiva</b>			<b>Netto tis. Kč</b>
<b>A. Vlastní kapitál</b>			<b>18 776 576</b>
A.I.Základní kapitál			14 427 005
A.II.Kapitálové fondy			475 165
A.III.Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku			13 673
A.IV.Výsledek hospodaření minulých let			2 367 585
A.V.Výsledek hospodaření běžného účetního období			1 493 148
<b>B.Cizí zdroje</b>			<b>6 082 930</b>
B.I.Rezervy			29 674
B.II.Dlouhodobé závazky			3 790 273
B.III.Krátkodobé závazky			2 262 983
<b>C.I.Časové rozlišení</b>			<b>2 963 582</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>			<b>27 823 088</b>

**Tab. 8-2: Výkaz zisku a ztrát společnosti**

<b>Výkaz zisku a ztráty za rok končící 31. prosince 2005</b>		
		<b>tis. Kč</b>
I.	Tržby za prodej zboží	22
<b>+</b>	<b>Obchodní marže</b>	<b>22</b>
II.	Výkony	10 843 721
B.	Výkonová spotřeba	8 428 814
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>2 414 929</b>
C.	Osobní náklady	28 236
D.	Daně a poplatky	336
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 601 460
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	989
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	714
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	164
IV.	Ostatní provozní výnosy	990 843
H.	Ostatní provozní náklady	21 211
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>1 754 640</b>
X.	Výnosové úroky	1 878
N.	Nákladové úroky	3 422
XI.	Ostatní finanční výnosy	7
O.	Ostatní finanční náklady	1 032
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-2 569</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	258 923
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>1 493 148</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>1 493 148</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>1 752 071</b>

**Tab. 8-3: Konsolidovaný přehled o změnách vlastního kapitálu**

Konsolidovaný přehled o změnách vlastního kapitálu							
	Základní kapitál tis. Kč	Kapitálové fondy tis. Kč	Zákonný rezervní fond tis. Kč	Statutární a ostatní fondy tis. Kč	Nerozdělený zisk/Neuhrazená ztráta tis. Kč	Výsledek hospodaření běžného období tis. Kč	Celkem tis. Kč
<b>Zahajovací rozvaha k 1. lednu 2005</b>	<b>14 427 005</b>	<b>478 885</b>	<b>0</b>	<b>487</b>	<b>2 390 973</b>	<b>0</b>	<b>17 293 350</b>
Vyplacené tantiémy za rok 2004	0	0	0	0	-9 875	0	-9 875
Bezplatně převzatý (darovaný) majetek	0	280	0	0	0	0	280
Čerpání/tvorba sociálního fondu	0	0	0	-156	-171	0	-327
Ostatní rozdělení HV za rok 2004*	0	0	13 342	0	-13 342	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	0	0	0	0	0	1 493 148	1 493 148
<b>Zůstatek k 31. prosinci 2005</b>	<b>14 427 005</b>	<b>475 165</b>	<b>13 342</b>	<b>331</b>	<b>2 367 585</b>	<b>1 493 148</b>	<b>18 776 576</b>

\*) Rozdělení hospodářského výsledku za rok 2004 se týká rozdělení hospodářského výsledku společností Jihočeská energetika, a.s., Jihomoravská energetika, a.s. a Moravská elektroenergetická, a.s. po jejich rozdělení a sloučení s nástupnickou společností.

**Tab. 8-4: Přehled o peněžních tocích společnosti**

<b>Přehled o peněžních tocích za rok 2005</b>		
<b>Peněžní toky z provozní činnosti</b>		<b>tis. Kč</b>
<b>Účetní zisk před zdaněním</b>		<b>1 752 071</b>
A.1	Úprava o nepeněžní operace	840 388
A.1.1	Odpisy stálých aktiv	1 601 460
	Odpisy záporného goodwillu	-762 728
A.1.2	Změna stavu zásob opravných položek	164
A.1.3	Zisk z prodeje stálých aktiv	-275
A.1.5	Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	1 544
A.1.6	Úpravy o ostatní nepeněžní operace	223
<b>A.*</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami</b>	<b>2 592 459</b>
A.2	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	60 642
A.2.1	Změna stavu pohledávek a přechodných účtů aktiv	-2 081 322
A.2.2	Změna stavu krátkodobých závazků a přechodných účtů pasiv	2 141 964
<b>A.**</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami</b>	<b>2 653 101</b>
A.3	Úroky vyplacené	-3 892
A.4	Úroky přijaté	1 698
A.5	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-165 603
<b>A***</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>2 485 304</b>
<b>Peněžní toky z investiční činnosti</b>		
B.1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-2 486 457
B.2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	989
<b>B***</b>	<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-2 485 468</b>
<b>Peněžní toky z finanční činnosti</b>		
C.1	Změna stavu vlastního kapitálu	-10 202
C.1.1	Přímé platby na vrub fondů	-327
C.1.2	Vyplacené tantiémy	-9 875
<b>C***</b>	<b>Čisté peněžní toky z finanční činnosti</b>	<b>-10 202</b>
	<b>Čisté zvýšení snížení peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>-10 366</b>
	<b>Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na počátku roku</b>	<b>10 424</b>
	<b>Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku</b>	<b>58</b>

## 8.4. Finanční analýza podniku E.ON Distribuce, a.s.

Předkládaná finanční analýza obsahuje výsledky za rok 2005. Vychází ze základních účetních výkazů podniku, které jsou v datové části.

### 8.4.1. Analýza majetkové a finanční struktury podniku

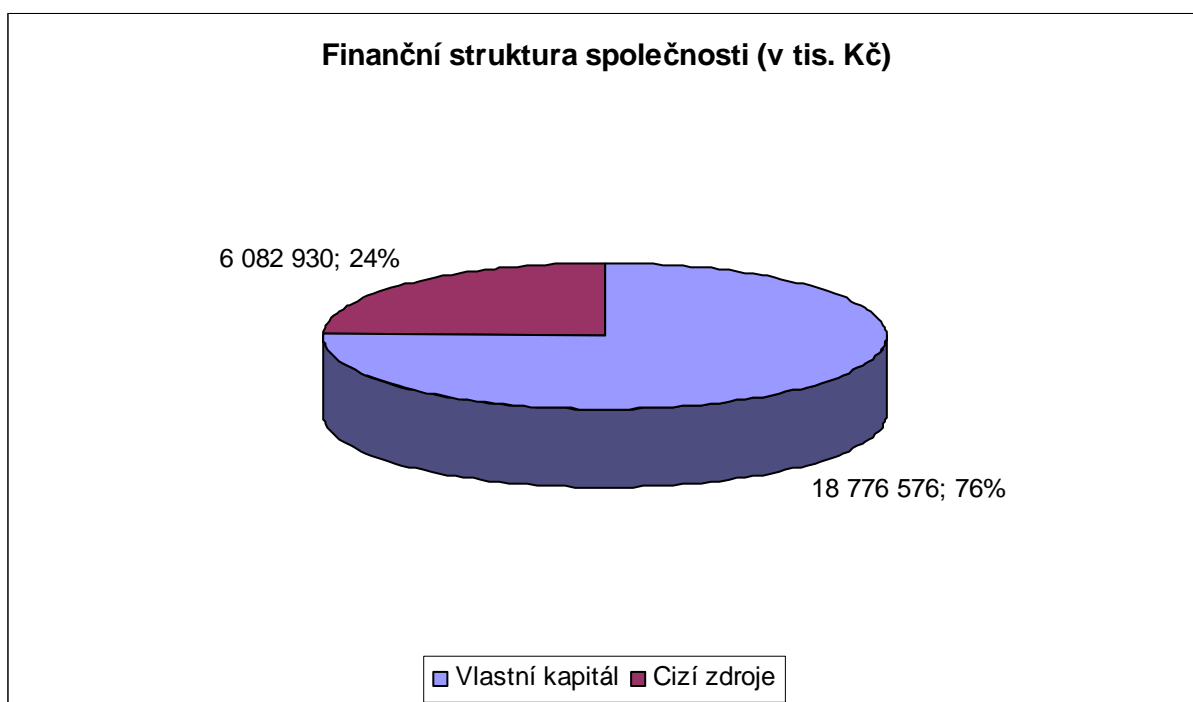
Z hlediska majetkové struktury je podíl dlouhodobého a oběžného majetku zhruba ve výši 92:8. Oběžný majetek je téměř z celé části tvořen krátkodobými pohledávkami, dlouhodobý majetek potom dlouhodobým hmotným majetkem.

Obrázek 8-2: Majetková struktura společnosti



Z hlediska finanční struktury je podíl vlastního kapitálu a cizích zdrojů v poměru zhruba 75:25. Společnost tedy upřednostňuje financování vlastním kapitálem před cizími zdroji. Největší zastoupení ve vlastním kapitálu má základní kapitál (zhruba 77 %). Mezi cizími zdroji pak největší část tvoří dlouhodobé závazky (zhruba 62 %). Významnou položku mezi pasivy společnosti představuje časové rozlišení a to okolo 10,5 %.

**Obrázek 8-3: Finanční struktura společnosti**



#### **8.4.2. Analýza výnosů a nákladů**

Největší část výnosů je tvořena výkony (přes 90 %). Zbýlá část je tvořena ostatními provozními výnosy. Finanční výnosy jsou zanedbatelné. Mezi náklady představuje největší zastoupení výkonová spotřeba (téměř 85 %). Zbýlých 15 % představují odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Ostatní provozní a finanční náklady jsou zanedbatelné.

#### **8.4.3. Analýza čistého pracovního kapitálu**

Čistý pracovní kapitál = oběžný majetek – krátkodobé závazky

**Tab. 8-5: Analýza čistého pracovního kapitálu**

Čistý pracovní kapitál (tis. Kč)	98 633
Čistý pracovní kapitál/Oběžná aktiva	4,17 %

Podnik dosáhl v roce 2005 dostatečné kladné výše čistého pracovního kapitálu a byl tak zajištěn pro krytí neočekávaných závazků. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech dosáhl výše 4,17 %.

#### 8.4.4. Analýza zadluženosti a vztahu majetkové a finanční struktury

**Tab. 8-6: Vybrané ukazatele zadluženosti**

Celková zadluženost (Cizí zdroje/Aktiva)	21,86 %
Dlouhodobé zdroje/Dlouhodobý majetek	0,88
Úrokové krytí (EBIT/Nákladové úroky)	513,00

Zadlužení podniku (21,86 %) se dá označit jako přiměřené. Vzhledem k tomu, že hodnota krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji je nižší než 1, se dá říci, že podnik je podkapitalizovaný. Část svého dlouhodobého majetku tak musí krýt krátkodobými zdroji a může mít problémy s úhradou svých závazků. Společnost dosahuje také mimořádně vysoké hodnoty ukazatele úrokového krytí. Podnik je tak bez problémů schopen splácet úroky. Má tak dostatečně vysokou kapacitu k přijmutí dalších úvěrů.

#### Multiplikátor vlastního kapitálu

**Tab. 8-7: Multiplikátor vlastního kapitálu**

EBT/EBIT	0,998
Aktiva/Vlastní kapitál	1,48
<b>Multiplikátor vlastního kapitálu</b>	<b>1,477</b>

Multiplikátor vlastního kapitálu je dán jako součin dvou hodnot uvedených v tabulce 8-7. Udává, kolikrát je kapitál vlastníků zvětšen použitím cizích zdrojů pro financování. Jelikož je vyšší než 1, má zvyšování cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Vzhledem k nízkému zadlužení a dostatečně vysoké hodnotě úrokového krytí tak lze doporučit vyšší zadlužení společnosti.



#### 8.4.5. Analýza likvidity

**Tab. 8-8: Vybrané ukazatele likvidity**

Běžná likvidita	1,04
Pohotová likvidita	1,04
Hotovostní likvidita	0,082

Podnik dosahuje nízkých hodnot likvidity. Hodnota oběžných aktiv je téměř ve stejné výši s krátkodobými závazky, proto hodnota běžné likvidity je téměř rovna 1. Tato likvidita může být pro podnik už poměrně riziková. Nízkou hodnotu dosahuje podnik u hotovostní likvidity, což je způsobeno nízkou hodnotou používaného krátkodobého finančního majetku.

Průměrné dosahované hodnoty likvidity v daném odvětví jsou u běžné likvidity 1,05, u pohotové likvidity 0,98 a u hotovostní likvidity 0,18. Pokud tyto hodnoty porovnáme s dosaženými hodnotami u analyzované společnosti, můžeme říci, že společnost E.ON Distribuce, a.s., má zhruba asi o 0,06 % vyšší pohotovostní likviditu, než je její průměrná hodnota v daném odvětví. zanedbatelná.

Pro výpočet hotovostní likvidity bylo použito podrobnější členění pohledávek a závazků poskytnuté společností E.ON. Tato hodnota je mírně pod průměrem energetického průmyslu, což odpovídá firemní strategii optimalizace nákladů při řízení oběžného majetku.

#### 8.4.6. Analýza rentability

**Tab. 8-9: Vybrané ukazatele rentability**

Rentabilita tržeb	13,76 %
Rentabilita aktiv	6,29 %
Rentabilita vlastního kapitálu	7,95 %

Dosažené hodnoty ukazují, že podnik je ziskový. Vysoké hodnoty dosahuje především rentabilita tržeb. V dalších letech by tento ukazatel měl vykazovat stoupající tendenci.

Vypočtené hodnoty můžeme porovnat také s průměrnými hodnotami dosaženými v daném odvětví. Průměrná dosažená rentabilita vlastního kapitálu v odvětví je 7,71 %, průměrná rentabilita aktiv potom 7,54 %. Je tedy vidět, že analyzovaná společnost dosahuje zhruba o 0,25 % vyšší rentability vlastního kapitálu, než je průměr v odvětví, u rentability aktiv dosahuje naopak 1,25 % méně, než je průměr v odvětví. Protože však tyto odchylky nejsou od průměrných hodnot v daném odvětví příliš vysoké, dá se říci, že podnik si vede v oblasti rentability poměrně dobře.

#### 8.4.7. Analýza aktivity

**Tab. 8-10: Vybrané ukazatele aktivity**

Obrat aktiv	0,389
Doba obratu pohledávek (dny)	78,4
Doba obratu závazků (dny)	75,13

Podnik nedosahuje doporučené minimální hodnoty obratu aktiv (doporučená hodnota je 1), což je však ovlivněno i příslušností k odvětví. Z porovnání doby obratu závazků a doby obratu pohledávek zjistíme, že podnik platí své závazky o něco dříve než dostává zapláceno za pohledávky, čímž se dostává do pozice věřitele.

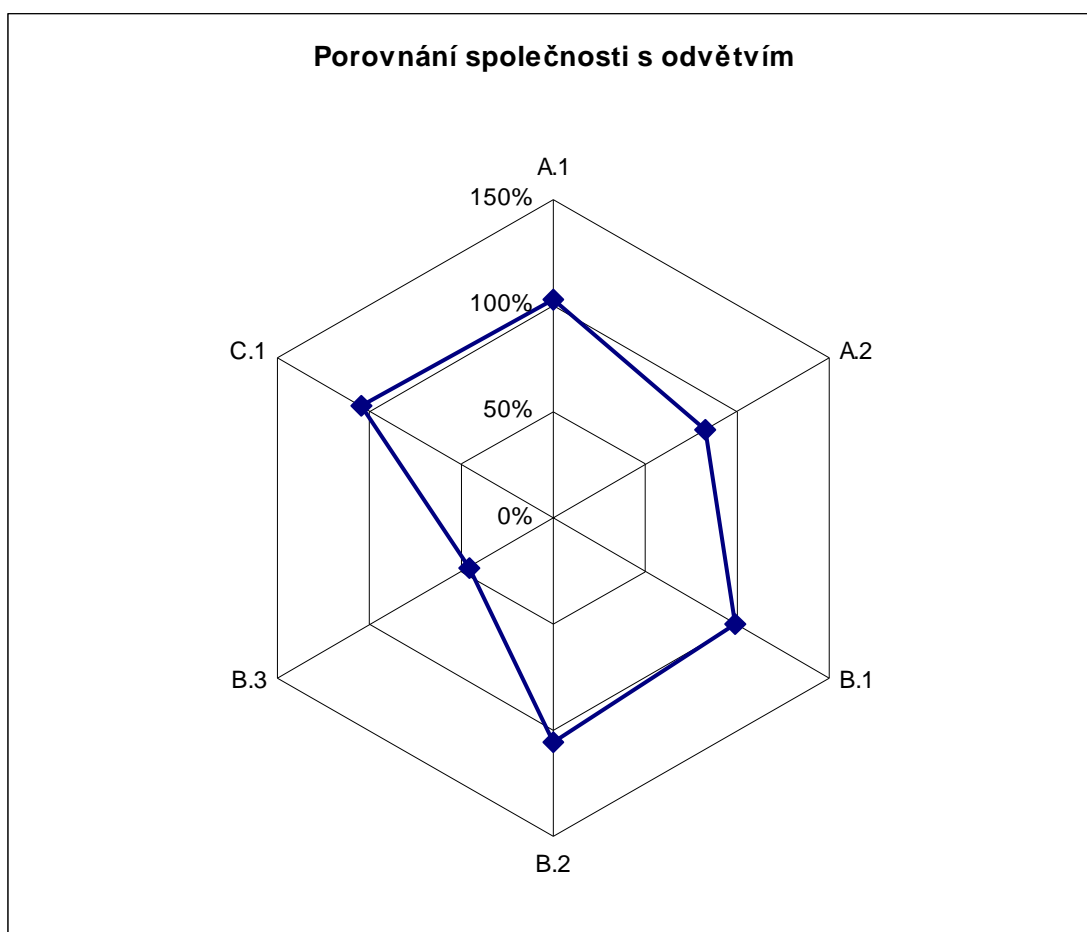
#### 8.4.8. SPIDER analýza

Vybrané ukazatele finanční analýzy obsažené v tabulce (8-11) jsou dány do paprskového grafu (8-3) a pomocí něho srovnány s průměrnými hodnotami dosaženými v daném odvětví za rok 2005. Graf obsahuje křivku vyjadřující výši ukazatelů analyzovaného podniku a linii odvětví (= 100 %), která slouží jako základna pro výpočet polohy ukazatelů analyzovaného podniku. Hodnota ukazatele pro analyzovaný podnik je vyjádřena jako procentní podíl hodnoty odvětví. Čím je křivka podniku položena dále od středu grafu, tím je na tom podnik lépe.

**Tab. 8-11: Porovnání společnosti s odvětvím pomocí SPIDER analýzy**

Porovnání roku 2005		E.ON Distribuce, a.s.	Odvětví
<b>Rentabilita</b>	A.1 Rentabilita vl. kapitálu	7,95 %	7,71 %
	A.2 Rentabilita aktiv	6,29 %	7,54 %
<b>Likvidita</b>	B.1 Běžná likvidita	1,04	1,05
	B.2 Pohotová likvidita	1,04	0,98
	B.3 Hotovostní likvidita	0,082	0,18
<b>Zadluženost</b>	C.1 Vl. kapitál / Aktiva	67,48 %	64,25 %

**Graf 8-4: Porovnání společnosti s odvětvím pomocí SPIDER analýzy**



#### **8.4.9. Závěr k finanční analýze**

Na základě hodnot dosažených prostřednictvím finanční analýzy lze činnost společnosti E.ON Distribuce, a.s., hodnotit pozitivně. Dosahuje dobrých výsledků v oblasti rentability a pozitivně lze hodnotit také to, že dosahuje nízké zadluženosti, vykazuje vysokou hodnotu úrokového krytí a dosahuje kladné hodnoty čistého pracovního kapitálu. Vysoká je rovněž hodnota multiplikátoru vlastního kapitálu.

Jako slabší stránky se jeví hodnoty dosažené v oblasti aktivity a částečně i likvidity. To je způsobeno i tím, že podnik používá pro financování velmi malou část krátkodobého finančního majetku. Tyto hodnoty však jsou do značné míry ovlivněny i odvětvím, ve kterém společnost působí.

Pokud porovnáme vybrané dosažené hodnoty finanční analýzy s průměrnými dosaženými hodnotami v daném odvětví průmyslu, vidíme, že společnost dosahuje zhruba o 0,25 % větší rentabilitu vlastního kapitálu, než je průměr v odvětví. Horšího výsledku dosahuje analyzovaná společnost u rentability aktiv, kdy dosažená rentabilita aktiv je o cca. 1,25 % horší než je průměr v daném odvětví.

V oblasti likvidity se hodnota běžné likvidity u podniku E.ON Distribuce, a.s., téměř rovná průměru v odvětví, u pohotovostní likvidity je na tom společnost lépe, neboť dosahuje o 0,06 větší hodnotu, než průměr v odvětví. Vzhledem k nízké hodnotě používaného krátkodobého finančního majetku dosahuje společnost velmi nízké hodnoty u hotovostní likvidity. U tohoto ukazatele se také společnost nejvíce odlišuje od průměru v odvětví.

V oblasti zadluženosti dosahuje analyzovaná společnost o 3,23 % lepší hodnotu u podílu vlastního kapitálu na celkových aktivech, než je průměrná hodnota tohoto ukazatele dosažená v odvětví.

## 8.5. Výkonnost podniku podle ukazatele EVA

Ukazatel EVA bude počítán podle ekonomického modelu, tj. podle vztahu:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times C$$

Nejdříve je nutné úpravami účetních údajů získat položky C (NOA), NOPAT a WACC.

### 8.5.1. Vymezení C (NOA)

Pro výpočet vloženého kapitálu bude východiskem rozvaha. Výši investované kapitálu získáme pomocí majetkového přístupu, tj. stanovíme jej z aktiv rozvahy. Je potřeba:

- aktivovat položky, které nejsou v aktivech vykazovány,
- vyčlenit neoperativní aktiva,
- snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

### Aktivace položek

Zde je uveden postup pro aktivaci položek, které nejsou v aktivech zachyceny, ale podnik je používá ke své hlavní výdělečné činnosti.

#### Leasing

Společnost používá majetek získaný formou finančního leasingu, který je však účtován jako dlouhodobý majetek až po skončení doby leasingu. Pro aktivaci leasingových splátek postupujeme tak, že výši leasingových splátek převedeme na současnou hodnotu s využitím diskontní míry, která je stanovena pomocí alternativního způsobu založeného na tržních datech.

**Tab. 8-11: Leasingové splátky ze současných smluv o finančním leasingu**

<b>Leasingové splátky</b>		
	31. prosince 2005 (tis. Kč)	1. ledna 2005 (tis. Kč)
Splacené splátky	27 354	195 243
Splátky splatné do jednoho roku	12 763	27 354
Splátky splatné později	14 688	27 451
Celková výše splátek splatných ze současných smluv	54 805	250 048

Diskontní míra pro převedení leasingových splátek na současnou hodnotu byla odhadnuta dle vývoje z let 1999 – 2004 na 5 %.

Předpokládáme, že částka 14 688 bude zaplácena v roce 2007.

Současná hodnota leasingových splátek je aktivována jak do dlouhodobého majetku, tak do závazků.

**Tab. 8-12: Současná hodnota leasingových splátek v roce 2005**

(v tis. Kč)	2006	2007	Celkem
<b>Budoucí leasingové splátky</b>	12 763	14 688	----
<b>SH leasingových splátek</b>	12 155	13 332	25 487

#### **Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku**

Hodnota majetku u společnosti byla stanovena tak, aby odpovídala současné reprodukční hodnotě a danému stupni amortizace. Nevznikají proto žádné oceňovací rozdíly.

#### **Aktivace nákladů s dlouhodobými účinky**

Do této kategorie by měly být zahrnuty hlavně náklady na výzkum a vývoj, těmito činnostmi se však analyzovaný podnik nezabývá.

## **Goodwill**

Společnost vykazovala k 31. 12. 2005 hodnotu záporného goodwillu v částce -3 813 639 tis. Kč. Záporný goodwill, který vznikl v rámci fúze rozdělení sloučením společností JČE a JME jako rozdíl mezi celkovým oceněním nabytého jmění a souhrnem jeho individuálně přeceněných složek majetku snížený o převzaté závazky, se odepisuje rovnoměrně po dobu 60 měsíců od rozhodného dne přeměny (1. ledna 2005) do provozních výnosů, za rok 2005 činil odpis celkem 762 278 tis. Kč. Společnost vykazuje hodnotu v rozvaze, proto o ni nebudou aktiva upravena

## **Vyčlenění neoperativních aktiv**

Je důležité charakterizovat, která aktiva mají operativní charakter a jsou nezbytná pro hlavní výdělečnou činnost podniku. Je třeba zvážit následující položky:

### **Krátkodobý finanční majetek**

Krátkodobý finanční majetek se vyloučí v případě, že má charakter strategické rezervy nebo v případě, že dosahuje vyšší částky, než je z hlediska provozu nutné. Provozně nezbytnou úroveň peněžních prostředků lze odhadnout např. absolutní částkou či pomocí žádoucí úrovně poměrového ukazatele hotovostní likvidity. Jelikož ukazatel hotovostní likvidity dosahuje u analyzovaného podniku velmi nízké hodnoty, nebude žádná úprava provedena.

### **Dlouhodobý finanční majetek**

Tento druh majetku není ve vlastnictví analyzovaného podniku.

### **Nedokončené investice**

Tento majetek se nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření a proto bude vyčleněn. Tato část DNM a DHM bude od aktiv odečtena.

**Tab. 8-13: Nedokončené investice**

(v tis. Kč)	<b>2005</b>
Nedokončený DNM	709
Nedokončený DHM	36 599
<b>Celkem nedokončené investice</b>	<b>37 308</b>

**Neúročený cizí kapitál**

Upravená aktiva je nutné snížit o pasiva, která nejsou úročena. Jedná se především o položky: krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení, nezaplatněné dlouhodobé závazky, příp. rezervy mající charakter skutečných závazků.

**Tab. 8-14: Neúročené cizí zdroje**

(v tis. Kč)	<b>2005</b>
Rezervy	29 674
Dlouhodobé závazky neúročené	3 790 273
Krátkodobé závazky	2 262 983
Časové rozlišení pasiv	2 963 582
<b>Celkem</b>	<b>9 046 512</b>



**Tab. 8-15: Vymezení NOA**

(v tis. Kč)	2005
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>25 086 576</b>
DNM	-3 408 626
DHM	28 495 202
DFM	0
<b>ČPK</b>	<b>-3 721 234</b>
Zásoby	0
Pohledávky	2 361 638
Krátkodobý finanční majetek	58
Časové rozlišení	2 963 582
(-) Neúročené závazky	9 046 512
<b>NOA</b>	<b>21 365 342</b>

Pozn.: Provedené úpravy: DHM – aktivována hodnota leasingu a odečtena hodnota nedokončeného DHM. U DNM – odečtena hodnota nedokončeného DNM. DFM se u společnosti nevyskytuje. Pohledávky, krátkodobý finanční majetek a časové rozlišení ponechány v rozvaze beze změn. Neúročené závazky byly odečteny, protože aktiva byla upravena na tzv. čistá operativní aktiva (NOA).

### 8.5.2. Vymezení NOPAT

Důležitou zásadou pro určení NOPAT je dodržení symetrie mezi NOPAT a NOA. Pro určení NOPAT se vyjde z výsledku hospodaření z běžné činnosti (před zdaněním) a provedou se následující úpravy.

#### Vyloučení placených úroků

Tyto úroky budou přičteny zpět k výsledku hospodaření. Bude se jednat i o implicitní úroky obsažené v leasingových platbách. Velikost tohoto úroku se zjistí tak, že vynásobíme odhadnutou alternativní úrokovou míru a výši leasingového závazku k začátku daného období. Alternativní úrokovou míru zjistíme následujícím způsobem:

K bezrizikové úrokové sazbě, která pro rok 2005 činila 3,53 % (dle [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)), přičteme rizikovou přírážku, podle ratingu společnosti a ukazatele úrokového krytí u analyzované společnosti. Tato riziková přírážka

bude mít hodnotu 0,35 % (dle [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)). Hodnota alternativní úrokové míry tak bude 3,88 %.

**Tab. 8-16: Odhadnutá úroková sazba leasingu**

	<b>2005</b>
Bezriziková úroková míra	3,53 %
Úrokové krytí	513
Riziková přírážka	0,35 %
<b>Odhadnutá úroková sazba</b>	<b>3,88 %</b>

**Tab. 8-17: Vývoj nákladových úroků**

(v tis. Kč)	<b>2005</b>
<b>Nákladové úroky – úvěry</b>	3 422
<b>Nákladové úroky – leasing</b>	1 061

#### **Vyloučení mimořádných položek**

Vyloučíme položky, které se svou výší a charakterem nebudou opakovat. V našem případě výsledek hospodaření týkající se prodeje dlouhodobého hmotného majetku, který se zjistí z výkazu zisku a ztrát jako rozdíl mezi tržbami za prodej dlouhodobého majetku a materiálu a jeho zůstatkovou cenou.

**Tab. 8-18: Vývoj VH z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu**

(v tis. Kč)	<b>2005</b>
<b>VH – prodej dlouhodobého majetku a materiálu</b>	275

#### **Vliv změn vlastního kapitálu**

Protože majetek společnosti byl stanoven tak, aby odpovídal reprodukčním pořizovacím cenám a danému stupni amortizace, nevznikají tak dodatečné odpisy z vyšších pořizovacích cen.

## Úprava daní

Zjišťuje se tzv. upravená daň, tj. daň, která by byla zaplacená z operativního zisku. Výsledek je možné získat tak, že se vyjde ze splatné daně pro daný rok a ta se sníží nebo zvýší 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.

## Vymezení NOPAT

Původní VH z běžné činnosti před zdaněním byl upraven o nákladové úroky a VH týkající se prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Tím vznikl VH z běžné činnosti před zdaněním po úpravách. Rozdíl mezi těmito výsledky hospodaření je zdaněn dle platné sazby daně z příjmů, která pro rok 2005 činila 26 %. Výsledný NOPAT je vypočten jako upravený VH z běžné činnosti před zdaněním – původní placená daň – dodatečně vyměřená daň.

**Tab. 8-19: Vymezení NOPAT**

(v tis. Kč)	<b>2005</b>
VH z běžné činnosti před zdaněním – původní	1 752 071
VH z běžné činnosti před zdaněním – po úpravách	1 756 279
Rozdíl (VH původní – VH po úpravách)	4 208
Původně placená daň	258 923
Dodatečně vypočítaná daň	1 094
<b>NOPAT</b>	<b>1 496 263</b>

Po těchto úpravách je nutné upravit i výkazy, neboť pro výpočet EVA je důležitá změna kapitálové struktury, která se projeví ve výpočtu WACC.

**Tab. 8-20: Vymezení kapitálu**

(v tis. Kč)	<b>2005</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>21 339 855</b>
Základní kapitál	14 427 005
Kapitálové fondy	475 165
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	13 673
VH minulých let	2 367 585
VH účetního období	1 493 148
Ekvivalenty VK	2 563 279
<b>Cizí zdroje</b>	<b>25 487</b>
Bankovní úvěry	0
Leasing	25 487
<b>Kapitál celkem</b>	<b>21 365 342</b>

Pozn.: Nejdůležitější změnou je zařazení nové položky ekvivalenty VK, která slouží jako vyrovnávací položka. Do cizích zdrojů byla zařazena aktivovaná hodnota leasingu a vyřazení neúročeného cizího kapitálu.

### 8.5.3. Výpočet WACC

Jednotlivým druhům kapitálu je potřeba přiřadit související náklady.

#### Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se vyjadřují v podobě úroku, který podnik musí platit. Společnost E.ON Distribuce, a.s. využívá ke svému dlouhodobému financování leasing.

Pro stanovení nákladu na leasing použijeme alternativní úrokovou míru leasingu, která již byla použita při vyloučení placených úroků z NOPAT. Její hodnota je 3,88 %. Je však nutné ji upravit o vliv daňového štítu, neboť úroky jsou daňově uznatelným nákladem. Je počítáno s 26 % daní z příjmu pro rok 2005.

**Tab. 8-21: Odhadnutá úroková sazba leasingu**

	<b>2005</b>
Odhadnutá úroková sazba leasingu	3,88 %
<b>Náklady na leasing</b>	<b>2,87 %</b>

Protože leasing je jedinou formou dluhu, kterou analyzovaný podnik používá ke svému financování, rovná se hodnota nákladů na leasing (= 2,87 %) i nákladům na cizí kapitál.

**Náklady na cizí kapitál = 2,87 %**

#### **Náklady na vlastní kapitál ( $r_e$ )**

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál byla použita průměrná hodnota alternativního nákladu na vlastní kapitál v daném odvětví za rok 2005 (dle [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)).

**Náklady na vlastní kapitál = 6,43 %**

#### **Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)**

Průměrné náklady na kapitál budou stanoveny jako vážený aritmetický průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, kde vahou bude podíl příslušného kapitálu na celkovém podnikovém kapitálu.

**Tab. 8-22: Výpočet WACC**

	<b>2005</b>
Náklady na cizí kapitál	2,87 %
Náklady na vlastní kapitál ( $r_e$ )	6,43 %
Cizí kapitál / Kapitál celkem	0,12 %
Vlastní kapitál / Kapitál celkem	99,88 %
<b>WACC</b>	<b>6,42 %</b>

#### 8.5.4. Výpočet EVA

Výpočet EVA je dle ekonomického modelu, tj:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C$$

**Tab. 8-23: Výpočet EVA dle ekonomického modelu**

(v tis. Kč)	<b>2005</b>
NOA	21 365 342
NOPAT	1 496 263
WACC	6,42 %
<b>EVA</b>	<b>124 608</b>

EVA by šlo stanovit také pomocí účetního modelu, tj:

$$EVA = \check{C}Z - r_e \times VK$$

**Tab. 8-24: Výpočet EVA dle účetního modelu**

(v tis. Kč)	<b>2005</b>
$r_e$	6,43
Čistý zisk	1 493 148
Vlastní kapitál	18 776 576
<b>EVA</b>	<b>285 814</b>

Je vidět, že výsledná hodnota EVA se u ekonomického a účetního modelu významně liší. Použití účetního modelu založeného na účetních datech však může být hodně zkreslující, je proto doporučeno hodnotit ukazatel EVA dle modelu ekonomického.

Výsledná hodnota EVA dle ekonomického modelu je 124 608 tis. Kč, a to znamená, že analyzovaná společnost tvoří pro své majitele hodnotu.

## 8.6. Závěr k případové studii

Cílem případové studie bylo demonstrovat možnosti měření a řízení výkonnosti ve vybraném podniku, kterým byla společnost E.ON Distribuce, a.s..

V úvodní části studie byla představena analyzovaná společnost a následovala analýza současného vývoje odvětví průmyslu, ve kterém společnost působí.

V další části případové studie následovala klasická finanční analýza aplikovaná na vybraný podnik. Její závěry ukázaly, že společnost má dobrou finanční stabilitu a na základě porovnání dosažených hodnot s průměrnými dosaženými hodnotami v daném odvětví, vykazuje i dobrou rentabilitu. Slabší byly výsledky v oblasti aktivity a částečně i likvidity.

Poslední část studie se potom zabývala hodnocením podniku pomocí moderního ukazatele výkonnosti EVA. Na základě získané hodnoty tohoto ukazatele lze vývoj podniku z hlediska tvorby hodnoty označit za úspěšný.

Vypočtenou EVA dle ekonomického modelu u společnosti E.ON Distribuce, a.s. můžeme porovnat s vybranými energetickými společnostmi, které se umístily v roce 2005 v žebříčku TOP 100 firem podle EVA (viz. příloha 1).

Vzhledem k tomu, že EVA je absolutní ukazatel a není proto možné jej použít pro srovnání podniků, vztáhneme dosaženou hodnotu EVA k hodnotě vlastního kapitálu, čímž dostaneme relativní ukazatel, který je již možné využít pro srovnání mezi podniky.

**Tab. 8-25: Porovnání EVA mezi vybranými energetickými společnostmi**

Společnost	EVA (v mil. Kč)	Vlastní kapitál (v mil. Kč)	EVA/Vlastní kapitál
E.ON Distribuce, a.s.	124,61	18 776,576	0,0066
Pražská energetika, a.s.	936,91	9 725,431	0,0963
Severočeská energetika, a.s.	463,81	7 571,197	0,0613
Severomoravská energetika, a.s.	345,31	10 490,61	0,0329

U vybraných společností byly použity hodnoty za celou energetickou skupinu, zatímco u společnosti E.ON byla EVA počítána pouze na základě dat distribuční společnosti. To je také důvod, proč u společnosti E.ON vyšla tak nízká hodnota EVA.

## 9. Závěr

Ekonomická přidaná hodnota se řadí mezi tzv. moderní hodnotové ukazatele. Jejím hlavním rysem je, že nezohledňuje pouze výnos, ale rovněž i riziko spojené s investicí a především má vazbu na hodnotu podniku. Zjednodušeně lze EVA definovat jako operativní zisk snížený o náklady veškerého kapitálu, který je použit k tvorbě tohoto zisku.

Výpočet ekonomické přidané hodnoty vychází z účetních výkazů, které je však třeba upravit tak, aby co nejvíce odpovídaly ekonomické realitě a eliminovaly se nevýhody tradičních ukazatelů vycházejících z účetních údajů. Hlavním cílem úprav je stanovení ekonomické rozvahy, ve které jsou zahrnutá všechna operativní aktiva, která generují operativní zisk. Důležitou složkou jsou rovněž náklady kapitálu, které vstupují do modelu jako průměrné vážené náklady kapitálu a musí vycházet z tržních hodnot kapitálu.

Ekonomickou přidanou hodnotu lze využít v následujících oblastech:

- měření a řízení výkonnosti podniku,
- řízení a motivování zaměstnanců,
- ocenění podniků a akvizic,
- pro hodnocení investičních projektů.

Ekonomická přidaná hodnota je ukazatel, který je založen na pokusu o překonání tradičních problémů účetnictví, a to například cestou aktivace goodwillu, leasingu nebo nákladů na výzkum a vývoj. Nesmí se však přehlížet, že se tím otvírají nové prostory pro subjektivní přístupy. Jde například o:

- aktivaci předmětu leasingu,
- výpočet WACC,
- odlišení obvyklých a mimořádných složek hospodářského výsledku,
- odlišení operativních a neoperativních aktiv a vliv tohoto dělení na výpočet operativního zisku.

Změny v přístupu k výpočtům operativního zisku, aktiv a kapitálových nákladů mohou narušit i srovnatelnost EVA v čase. Výpočty EVA by proto měly obsahovat i patřičné vysvětlivky, které by zkreslení, plynoucí



z nejednotného přístupu při zjišťování složek EVA, mohly alespoň částečně zmírnit.

V podmínkách české ekonomiky se koncept EVA využívá hlavně pro hodnocení firem pomocí tzv. „The EVA® Ranking Czech republic“. Jedná se o žebříček, který bývá sestavován jednou ročně a identifikuje 100 společností v České republice vytvářejí nejvyšší hodnotu pro vlastníka.

Ekonomická přidaná hodnota je ukazatel, který se stal v posledních letech velmi oblíbeným a bývá často doporučován pro hodnocení výkonnosti podniků. I přes tuto velkou oblíbenost se nesmí zapomínat i na některé nevýhody, které jsou s ukazatelem EVA spojeny. Ty se týkají především absence standardizovaného postupu úprav vstupních účetních parametrů na ekonomický model, čímž je do konceptu vnesen prvek subjektivního hodnocení. Nevýhodou bývá také složité určení nákladů na kapitál.

I přes tyto nevýhody se však dá očekávat, že ekonomická přidaná hodnota bude mít v budoucnu ve světě podnikání velké uplatnění.

V případové studii byla analyzována společnost E.ON Distribuce, a.s., a to jednak pomocí klasické finanční analýza, a poté také pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty.

Finanční analýza ukázala, že společnost dosahuje dobrých výsledků v oblasti rentability, vykazuje poměrně nízkou zadluženost a dosahuje kladné hodnoty čistého pracovního kapitálu. Jako slabší stránky se podle finanční analýzy jeví oblasti likvidity a aktivity. To však může být do značné míry ovlivněno i odvětvím, ve kterém společnost působí.

Výpočet ekonomické přidané hodnoty pomocí ekonomického i účetního modelu vyšel kladný, a lze tedy konstatovat, že analyzovaná společnost tvoří pro své majitele hodnotu. Poměrně značný rozdíl mezi EVA vypočtenou dle ekonomického a dle účetního modelu lze vysvětlit tím, že EVA vypočtena účetním modelem na základě účetních dat může být hodně zkreslující. Pro praxi je proto doporučováno počítat ekonomickou přidanou hodnotu pomocí ekonomického modelu.

## **Abstrakt**

Práce se zabývá ukazatelem ekonomické přidané hodnoty a jeho využitím. Ekonomická přidaná hodnota se řadí mezi tzv. moderní hodnotové ukazatele. Jejím hlavním rysem je, že nezohledňuje pouze výnos, ale i riziko s ním spojené. Práce se nejprve zabývá výkonností podniku a rozdíly mezi tradičními a moderními ukazateli finanční výkonnosti podniku. Hlavní část práce se zabývá konceptem EVA a popisuje úpravy účetního modelu, které vedou k ekonomickému modelu. Detailně jsou popsány úpravy vedoucí k čistým operativním aktivům a operativnímu zisku. V další části je popsáno využití EVA v praxi a závěrečná část obsahuje případovou studii, kde je EVA počítána na vybraném podniku.

### **Klíčová slova**

Ekonomická přidaná hodnota, operativní aktiva, operativní zisk,

## **Abstract**

I target an indicator of Economic Value Added and its application in my work. The Economical Added Value is ranked among so-called modern value indicators. Its main features are that they don't take into account only yield, but also risk which is connected with it. My work is engaged in efficiency of company and in differences between traditional and modern indicators of financial efficiency of company first. The principal part of my work targets concept of EVA and describes editings of accounting model. I describe in detail editings which lead to the net operating assets and to operating profit. In next part I describe using of EVA in practice and the last part contains the case study in which I use EVA in the firm that I chose.

### **Key Words**

Economic Value added, operating assets, operaitng profit

## Přehled použité literatury:

1. **GRÜNWARD, R.:** *Analýza finanční důvěryhodnosti podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2001. 76 s. ISBN 80-86119-47-5
2. **KISLINGEROVÁ, E.:** *Oceňování podniku*. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1
3. **KNÁPKOVÁ, A. - PAVELKOVÁ, D.:** *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7
4. **MAŘÍK, M., et al.:** *Metody oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, s. r. o., 2003. ISBN 80-86119-57-2
5. **MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M.:** *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS s.r.o., 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X
6. **NEUMAIEROVÁ, I. a NEUMAIER, I.:** *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1
7. **PETŘÍK, T.:** *Ekonomické a finanční řízení firmy*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2005. 372 s. ISBN 80-247-1046-3
8. **ŠULÁK, M. a VACÍK, E.:** *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha: EUPRESS, 2005. 90 s. ISBN 80-86754-33-2
9. **VALACH, J, a kol.:** *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1

### Internetové adresy:

<http://www.cekia.cz/>

<http://www.mpo.cz/>

<http://www.eon.cz/>

<http://www.damodaran.com/>

<http://www.ipoint.cz/>

## Přílohy:

### Příloha 1: TOP 100 firem podle EVA za rok 2005 v ČR

Rank	Company	EVA (mil. Kč)
1	<u>ŠKODA AUTO a.s.</u>	4485,89
2	<u>ČEZ, a.s.</u>	3555,22
3	<u>RWE Transgas, a.s.</u>	3161,62
4	<u>Philip Morris ČR a.s.</u>	2633,85
5	<u>Plzeňský Prazdroj, a. s.</u>	2297,06
6	<u>T-Mobile Czech Republic a.s.</u>	2122,97
7	<u>STROM telecom, a.s.</u>	1984,90
8	<u>JOHNSON CONTROLS A.S., k.s.</u>	1553,47
9	<u>Moravské naftové doly, a.s.</u>	1495,89
10	<u>Zentiva a.s.</u>	1158,46
11	<u>Shell Czech Republic a.s.</u>	1058,94
12	<u>MORAVIA STEEL a.s.</u>	1055,27
13	<u>Continental výroba pneumatik, s.r.o.</u>	1035,46
14	<u>VÍTKOVICE STEEL, a.s.</u>	991,87
15	<u>Severočeské doly a.s.</u>	985,73
16	<u>Continental HT Tyres, s.r.o.</u>	967,31
17	<u>Pražská energetika, a.s.</u>	936,91
18	<u>Eurotel Praha, spol. s r.o.</u>	814,53
19	<u>Siemens Automobilové systémy s.r.o.</u>	752,66
20	<u>Českomoravský cement, a.s., nást. spol.</u>	736,35
21	<u>Barum Continental spol. s r.o.</u>	665
22	<u>Continental Teves Czech Republic, s.r.o.</u>	567,95
23	<u>TŘINECKÉ ŽELEZÁRNY, a. s.</u>	553,69
24	<u>UNIPETROL RAFINÉRIE a.s.</u>	549,82
25	<u>International Power Opatovice, a.s.</u>	542,51
26	<u>ČEPS, a.s.</u>	526,52
27	<u>Lucas Varity s.r.o.</u>	523,99
28	<u>Cement Hranice, akciová společnost</u>	513
29	<u>VALEO VÝMĚNÍKY TEPLA s.r.o.</u>	492,31
30	<u>AVON Cosmetics, spol. s r.o.</u>	481,14
31	<u>Severomoravská plynárenská, a.s.</u>	471,60
32	<u>Severočeská energetika, a.s.</u>	463,81
33	<u>Siemens Industrial Turbomachinery s.r.o.</u>	450,57
34	<u>Agip Česká republika, s.r.o.</u>	400,48

35	<u>Opavia - LU, a.s.</u>	397,85
36	<u>Wienerberger cihlářský průmysl, a. s.</u>	394,22
37	<u>Dalkia Česká republika, a.s.</u>	367,29
38	<u>ESAB VAMBERK, s.r.o.</u>	363,88
39	<u>Benteler ČR s.r.o.</u>	360,59
40	<u>Siemens Elektromotory s.r.o.</u>	357,81
41	<u>Wrigley, s.r.o.</u>	354,23
42	<u>BUDĚJOVICKÝ MĚŠŤANSKÝ PIVOVAR a.s.</u>	345,74
43	<u>Severomoravská energetika, a.s.</u>	345,31
44	<u>Metrostav a.s.</u>	342,41
45	<u>Skanska DS a.s.</u>	339,63
46	<u>SANDVIK CHOMUTOV PRECISION TUBES spol. s r.o.</u>	335,43
47	<u>ABB s.r.o.</u>	324,61
48	<u>Mondi Packaging Paper Štětí a.s.</u>	316,85
49	<u>Siemens s.r.o.</u>	315,22
50	<u>Severočeská plynárenská, a.s.</u>	314,73
51	<u>Xella Porobeton CZ s.r.o.</u>	303,79
52	<u>Goodyear Dunlop Tires Czech s.r.o.</u>	298,98
53	<u>Linde Gas a.s.</u>	296,40
54	<u>CS CABOT, spol. s r.o.</u>	278,75
55	<u>Metalimex, a.s.</u>	275,27
56	<u>Středočeská plynárenská, a.s.</u>	269,54
57	<u>Cukrovary TTD a.s.</u>	250,80
58	<u>NEW YORKER, s.r.o.</u>	250,79
59	<u>VÍTKOVICE HEAVY MACHINERY a.s.</u>	250,29
60	<u>ZAPA beton a.s.</u>	242,38
61	<u>VYSOKÉ PECE Ostrava, a.s.</u>	240,13
62	<u>CENTRAL GROUP a.s.</u>	236,91
63	<u>Západočeská plynárenská, a.s.</u>	232,12
64	<u>Holcim (Česko) a.s., člen koncernu</u>	211,27
65	<u>SAP ČR, spol. s r.o.</u>	211,16
66	<u>UNILEVER ČR, spol. s r.o.</u>	210,13
67	<u>HENKEL ČR, spol. s r.o.</u>	206,51
68	<u>SETUZA a.s.</u>	204,07
69	<u>Procter &amp; Gamble M. M. CzechRepublic s.r.o.</u>	203,29
70	<u>ŠKODA TRANSPORTATION s.r.o.</u>	202,50
71	<u>Cutisin, s.r.o.</u>	201,22
72	<u>Nestlé Česko s.r.o.</u>	199,37
73	<u>BONATRANS a.s.</u>	199,22

74	<u>Penny Market s.r.o.</u>	197,25
75	<u>EKOSPOL a.s.</u>	193,62
76	<u>Fehrer Bohemia s.r.o.</u>	185,56
77	<u>KOSTAL CR, spol. s r.o.</u>	184,07
78	<u>AGC Automotive Czech a.s.</u>	181,26
79	<u>FIC CZ s.r.o.</u>	180,70
80	<u>Energotrans, a.s.</u>	174,71
81	<u>TNT Express Worldwide, spol. s r.o.</u>	173,87
82	<u>IVAX Pharmaceuticals s.r.o.</u>	170,16
83	<u>Doprastav Bohemia a.s.</u>	169,86
84	<u>Moravskoslezské cukrovary, a.s.</u>	167,89
85	<u>Alcan Děčín Extrusions s.r.o.</u>	167,53
86	<u>AŽD Praha, s.r.o.</u>	165,62
87	<u>UPC Česká republika, a.s.</u>	164,21
88	<u>Severočeské vodovody a kanalizace, a.s.</u>	158,36
89	<u>Sochorová válcovna TŽ, a.s.</u>	153,57
90	<u>STOCK Plzeň a.s.</u>	153,53
91	<u>ČEZnet, a.s.</u>	149,64
92	<u>KPMG Česká republika,s.r.o.</u>	148,94
93	<u>RINGIER ČR a.s.</u>	148,65
94	<u>HEWLETT-PACKARD s.r.o.</u>	147,62
95	<u>Východočeská plynárenská, a.s.</u>	144,02
96	<u>PNS Grosso s.r.o.</u>	142,21
97	<u>GECO TABAK, a. s.</u>	139,97
98	<u>Visteon - Autopal, s.r.o.</u>	139,37
99	<u>Semperflex Optimit s.r.o.</u>	137,03
100	<u>3 M ČESKO, spol. s r.o.</u>	134,22

Zdroj: [www.ipoint.cz](http://www.ipoint.cz)