



Ekonomická
fakulta
Faculty
of Economics

Jihočeská univerzita
v Českých Budějovicích
University of South Bohemia
in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Fakulta ekonomická

Katedra ekonomiky

Diplomová práce

Krátkodobá a dlouhodobá výkonnost firmy

Vypracovala: Bc. Kateřina Šimáková

Vedoucí práce: Ing. Martina Novotná, Ph.D.

České Budějovice 2014

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: Bc. Kateřina ŠIMÁKOVÁ
Osobní číslo: E12755
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: Řízení a ekonomika podniku
Název tématu: Krátkodobá a dlouhodobá výkonnost firmy
Zadávací katedra: Katedra ekonomiky

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cíl práce:

Zhodnotit význam měření výkonnosti v podnikové praxi, zmapovat hlavní faktory determinující podnikovou výkonnost z krátkodobého a dlouhodobého pohledu, vysvětlit hodnotové měření výkonnosti podniku a jeho význam. Na podkladě účetních výkazů vybraného podniku analyzovat jeho vývoj, doporučit nástroje pro monitorování podnikové výkonnosti.

Osnova:

Teoretická část

1. Měření výkonnosti podniku
2. Faktory ovlivňující krátkodobou a dlouhodobou výkonnost
3. Ukazatele finanční výkonnosti
4. Hodnotové měření výkonnosti
5. Nástroje pro zvýšení výkonnosti podniku

Praktická část

6. Charakteristika zvoleného podniku z hlediska vývoje hlavních ekonomických ukazatelů
7. Aplikace vybraných metod hodnocení výkonnosti
8. Zhodnocení podnikového přístupu příp. doporučení dalších nástrojů k monitorování podnikové výkonnosti

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: 40 - 50 stran

Forma zpracování diplomové práce: tištěná

Seznam odborné literatury:

SYNEK, Miloslav a KISLINGEROVÁ, Eva. Podniková ekonomika. 5. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. xxv, 498 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-336-3.

MAREK, Petr a kol. Studijní průvodce financemi podniku. 2. aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. xxxviii, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.

MAŘÍK, Miloš a MAŘÍKOVÁ, Pavla. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. Vyd. 2. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a KNÁPKOVÁ, Adriana. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

NEUMAIEROVÁ, Inka a NEUMAIER, Ivan. Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha: Grada, 2002. 215 s. Finance pro praxi. ISBN 80-247-0125-1.

NEUMAIEROVÁ, Inka a kol. Řízení hodnoty podniku, aneb, Nedělejme z podniku záhadu. 1. české vyd. Praha: Profess Consulting, 2005. xi, 233 s. Příručky pro podnikatele a manažery. ISBN 80-7259-022-7.

GRÜNWARD, Rolf a HOLEČKOVÁ, Jaroslava. Finanční analýza a plánování podniku. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.

KISLINGEROVÁ, Eva a HNILICA, Jiří. Měření výkonnosti podniku: případová studie. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 62 s. ISBN 80-245-0785-4.

PAUL, Debra, ed., YEATES, Donald, ed. a CADLE, James, ed. Business analysis. 2nd ed. Swindon: British Informatics Society, 2010. xxviii, 272 s. ISBN 978-1-906124-61-8.

Vedoucí diplomové práce:

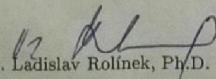
Ing. Martina Novotná, Ph.D.
Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce:

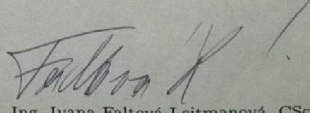
8. března 2013

Termín odevzdání diplomové práce:

30. dubna 2014


doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.
děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
Studentská 13 (25)
370 05 České Budějovice


doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 12. března 2013

Prohlášení

Prohlašuji, že svoji diplomovou práci jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to - v nezkrácené podobě/v úpravě vzniklé vypuštěním vyznačených částí archivovaných Ekonomickou fakultou - elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

V Českých Budějovicích dne 1. 9. 2014

Bc. Kateřina Šimáková

Poděkování

Velký dík patří vedoucí práce Ing. Martině Novotné, Ph.D. za odborné vedení, vstřícný a individuální přístup, trpělivost a rady, které mi ochotně poskytovala během celé tvorby diplomové práce.

Děkuji také své rodině, která mne během studia povzbuzovala a byla mi oporou.

Obsah

Úvod	1
Literární rešerše	3
1. Měření výkonnosti podniku	3
1. 1 Výkonnost podniku a vývoj měření	3
1. 2 Metody vyjadřování výkonnosti – využití finanční analýzy	4
1. 3 Koncepce shareholder/stakeholder value	6
2. Faktory ovlivňující krátkodobou a dlouhodobou výkonnost	8
3. Ukazatele finanční výkonnosti	13
3. 1 Horizontální a vertikální analýza	13
3. 2 Poměrové ukazatele	14
3. 2. 1 Ukazatele rentability	15
3. 2. 2 Ostatní poměrové ukazatele	19
3. 3 Pyramidové soustavy	23
3. 3. 1 Rozklad rentability celkového kapitálu: ROA	23
3. 3. 2 Rozklad rentability vlastního kapitálu: ROE	24
3. 3. 3 Další využití ukazatelů	26
4. Hodnotové měření výkonnosti	28
4. 1 Ekonomická přidaná hodnota EVA	28
4. 2 Metody získání hodnoty alternativního nákladu na kapitál	29
4. 2. 1 Metoda CAPM pro určení nákladů na vlastní kapitál	30
4. 2. 2 Stavebnicový způsob určení nákladů na vlastní kapitál	30
4. 3 Růst hodnoty	33
5. Nástroje pro zvýšení výkonnosti podniku	38
5. 1 Bankrotní a bonitní ukazatele	38
5. 2 Další metody zvyšování výkonnosti	44
Praktická část	45
Metodika a cíl práce	45
Metodika	45
Přehled absolutních ukazatelů	45
Metodika výpočtů použitých základních metod	46
Metodika výpočtů poměrových ukazatelů	47
Metodika rozkladu ukazatelů rentability	48
Metodika výpočtů v hodnotovém měření	49
Metodika výpočtů bankrotních a bonitních modelů	50
6. Charakteristika zvoleného podniku z hlediska vývoje hlavních ekonomických ukazatelů	51
6. 1 Představení společnosti	51
6. 1. 1 Charakteristika podniku	51
6. 1. 2 Základní údaje, vznik společnosti	52

6. 1. 3 Předmět činnosti.....	52
6. 1. 4 Vývoj společnosti.....	53
6. 1. 5 Provozované elektrárny.....	54
6. 1. 6 Struktura výrobních zdrojů a jejich využití.....	57
6. 1. 7 Elektrická energie – cena, obchodování.....	60
6. 2 Rozbor výsledku hospodaření.....	65
6. 2. 1 Výsledek hospodaření.....	65
6. 2. 2 Provozní výsledek hospodaření.....	69
6. 2. 3 Finanční a mimořádný výsledek hospodaření.....	74
6. 3 Rozbor ukazatelů rentability.....	75
6. 3. 1 Rentabilita tržeb ROS.....	75
6. 3. 2 Rentabilita aktiv ROA v modifikaci EBIT a čistý zisk a pyramidový rozklad.....	77
6. 3. 3 Rentabilita kapitálu investorů ROIC.....	80
6. 3. 4 Rentabilita vlastního kapitálu ROE a pyramidový rozklad.....	82
6. 3. 5 Další využití ukazatelů.....	85
7. Aplikace vybraných metod hodnocení.....	89
7. 1 Porovnání hodnot ukazatelů rentabilit podniku s hodnotami průmyslu a odvětví.....	89
7. 1. 1 Porovnání hodnot rentability aktiv.....	90
7. 1. 2 Porovnání hodnot rentability vlastního kapitálu.....	91
7. 1. 3 Porovnání hodnot rentability tržeb.....	92
7. 1. 4 Vyhodnocení porovnávání podnikových hodnot s odvětvím D a celým průmyslem.....	93
7. 2 Bankrotní a bonitní ukazatele.....	93
7. 2. 1 Model IN 95.....	93
7. 2. 2 Model IN 99.....	95
7. 2. 3 Model IN 01.....	96
7. 2. 4 Tafflerův model.....	97
7. 2. 5 Kralicekův Quicktest.....	97
7. 2. 6 Shrnutí výsledků bankrotních a bonitních modelů.....	98
7. 3 Analýza INFA.....	99
7. 3. 1 Skupina ukazatelů Spread.....	101
7. 3. 2 Konfrontace výsledků bankrotních a bonitních modelů a analýzy INFA.....	104
8. Zhodnocení podnikového přístupu příp. doporučení dalších nástrojů k monitorování podnikové výkonnosti.....	106
Závěr.....	108
Summary.....	110
Seznam použitých zdrojů.....	113
Seznam grafů.....	116
Seznam tabulek.....	117
Seznam schémat.....	119
Seznam obrázků.....	120

Úvod

Výkonnost. Často používané slovo, které je využíváno ve všech oblastech lidské činnosti. Prakticky bychom snad ani nenašli obor, kde by se pojem výkonnost neužíval, nekladl by se na ni důraz, neexistovaly metody zvýšení výkonnosti. Výkonnost, efektivita, to jsou klíčová slova několika posledních let. Lidský život má omezenou dobu trvání, což výstižně shrnuje citát od Johna Maynarda Keynesa: *š V dlouhém období jsme v-ichni mrtví.õ* (www.poeta.cz). U podniku může být doba životnosti v jiném horizontu než u člověka. V dnešní realitě nejsou výjimkou podniky, které fungují v řádech měsíců, let, ale i generací či stovek let. Někteří majitelé podniků, či management, zastávají krátkodobý pohled na podnik – vygenerovat co nejvíce zisku, někteří preferují fungování v dlouhodobém horizontu. Využívají různé způsoby vedení, analýzy výkonnosti i způsoby zvyšování výkonu firmy. Oba pohledy však spojuje fakt, že o podnik je potřeba pečovat, sledovat jeho výsledky a vhodně korigovat zjištěné odchylky od žádaného směru. K tomu je zapotřebí ovládnout metody analýzy, abychom dostali přehled o stavu podniku, vhodně zvolit způsob hodnocení a cesty nápravy.

Zároveň je možné, že pojem výkon či hodnota, které má podnik tvořit znamenají něco jiného pro akcionáře, vlastníky, zaměstnance nebo potenciální investory. Pravděpodobně si pod těmito pojmy představí každá z těchto skupin více či méně odlišné výsledky. K těmto představám se váží i indikátory naplnění těchto požadavků. Jak lze poznat, zda je podnik výkonný? Zaměstnanec možná preferuje stabilitu, dlouhodobou existenci a prosperitu a pravidelné a spolehlivé vyplácení platu. Majitel by mohl být spokojený, pokud podnik dobře plní poslání, pro které jej založil, generuje zisk a tak jej finančně zabezpečuje. Akcionář může být zaměřen na výši dividend, které mu plynou z vlastnictví akcie. Potenciální investor se může zajímat o ukazatele rentability, návratnosti investice. Tyto požadavky jsou mírně odlišné, ale tématicky se obvykle setkávají ve stejné oblasti, respektive jejich naplnění by nebylo možné bez dobré finanční pozice, uspokojivých výsledků z pohledu finanční výkonnosti. Vždy záleží na tom, kdo podnik hodnotí a jaké má na něj požadavky. Od toho se totiž odvíjí indikátory výkonu, ukazatele úspěšnosti, které si hodnotitel vybere jako měřítko. A výsledné hodnocení, které proběhne na základě vybraných metod, je pro hodnotitele bernou mincí.

Smyslem této diplomové práce je zdůraznit důležitost sledování a analýzy výkonnosti podniku, v literární rešerši představit vybrané používané metody, které jsou využívány nejen k hodnocení výkonnosti, ale i k jejímu zvyšování. V praktické části je cílem uplatnit tyto vybrané metody a na základě výsledků zhodnotit situaci konkrétního podniku. Mým cílem je zaměřit se na analýzu výsledku hospodaření, jako jednoho z primárních kritérií pro hodnocení výkonu podniku z historického hlediska, dále výpočet a rozklad ukazatelů rentability, které jako skupina představují nejčastěji používaná měřítka hodnocení. Pro dotvoření komplexního rámce obrazu situace podniku, který nastínily ukazatele rentability, je vhodné jej doplnit dalšími ukazateli finanční analýzy. Ukazatele rentability lze díky sběru informací Českého statistického úřadu porovnat s ostatními podniky nejen celého průmyslu, ale i jednotlivých odvětví. Toho využiji pro částečný benchmarking. Poté budou využity bankrotní a bonitní ukazatele jako zástupci pokročilých metod analýzy a český benchmarkingový model INFA pro porovnání s ostatními podniky. Cílem je utvořit si na základě těchto několika pohledů na výkonnost, respektive výsledků použitých analýz, závěr o situaci podniku.

Literární rešerše

1. Mění výkonnosti podniku

V kapitole 1 je představen pojem výkonnost podniku, poskytnut náhled na dynamiku požadavků pro měření výkonnosti. Dále je zde uvedena finanční analýza a koncepce shareholder/stakeholder value.

1.1 Výkonnost podniku a vývoj měření

Podniky existují proto, aby vyráběly a distribuovaly výrobky a poskytovaly služby zákazníkům a sloužily všem ostatním, kteří jsou s vývojem podniku spjati. (Synek, Kislingerová, 2010)

Zisk je jedním z primárních cílů podnikání. Mezi další cíle můžeme zařadit dosažení dalších zejména finančních cílů, jako platební pohotovost či maximalizace obrátu, nebo nefinančních cílů, například nezávislost, samostatnost (Synek, 2009).

Zisk je tedy základním motivem podnikání, čímž se stává i hlavním kritériem rozhodování. Většina podnikání má podobné motivy a cíle své činnosti. Bývají jimi snaha o zhodnocení vloženého kapitálu, čímž se rozumí zvyšování hodnoty firmy, dosahování zisku díky uspokojování zákazníků, podnikat tak, aby bylo minimalizováno riziko (Synek, Kislingerová, 2010).

Synek, Kislingerová (2010) přináší své stanovisko na upřednostňování zisku: *Zisková orientace podniku by neměla zamlžovat společenské poslání podniku, jímž je služba zákazníkovi a všem ostatním, kteří jsou s vývojem podniku spjati.*

Je otázkou, jak podnik zareaguje, a který z požadavků postaví na první místo. Buď se bude snažit dosahovat zisku na základě uspokojování poptávky, nebo bude uspokojovat poptávku a tím dosahovat zisku. První varianta je typická pro krátkodobý pohled a začínající podnikatele. Druhý pohled upřednostňuje službu a předpokládá, že se tak dosáhne zisk. Představuje dlouhodobý pohled, který je jistější (Synek, Kislingerová, 2010).

Jestliže je zisk primárním cílem podnikání, je pochopitelné, že se úspěch či výkonnost podniku měří právě podle něj. Postupem času se z absolutního vyjádření zisku vyvinuly pokročilejší metody, které větší či menší měrou převzaly hodnotící funkci. Vývoj měřítek či kritérií využívaných vlastníky podniků pro hodnocení výkonnosti podniků lze rozdělit do čtyř fází vývoje. Tento vývoj je znázorněn tabulkou 1 (Pavelková, Knápková, 2009).

Zpočátku bylo hlavním cílem podniků dosahování zisku a snaha jej maximalizovat. Tento pohled je ovšem krátkodobý a nezohledňuje riziko a čas. Důraz pouze na zisk časem ustoupil poměrovým ukazatelům rentability, nejčastěji rentabilita aktiv (ROA), rentabilita investic (ROI) či rentabilita vlastního kapitálu (ROE), které vychází z dosaženého zisku, jsou komplexnější, problematiku měření výkonnosti obsáhly více, ale také nezohledňují čas či riziko. Další fází se stalo stanovení těchto ukazatelů jako vrcholových a rozpracování na dílčí ukazatele – tedy ucelené soustavy ukazatelů. V poslední fázi se udal přechod na ukazatele, které mají komplexně postihnout hodnocení tvorby hodnoty, tedy tržní přidaná hodnota (MVA), ekonomická přidaná hodnota (EVA), případně free cash flow/volný peněžní tok (FCF) a cash flow návratnost investovaného kapitálu (CFROI) (Synek, Kislingerová, 2010).

TABULKA 1: PŘEHLED VÝVOJE UKAZATELŮ 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: Pavelková, Knápková, 2009

1. 2 Metody vyjadřování výkonnosti a využití finanční analýzy

Autoři ekonomických knih se shodují, že je důležité výkonnost měřit a toto měření vyjadřovat především v číslech.

„Majitel firmy by ji měl mít vyjádřenou v číslech, aby byl schopen posoudit, jak funguje, a mohl ji optimalizovat.“ (Neumaierová, Neumaier, 2002)

Řízení probíhá v současné době za podmínek nejistoty, proto se využívají metody, které predikují jevy a vytváří informace o budoucím vývoji. Rozhodnutí se odvíjí od informací, které jsou k dispozici a jejich vhodném zpracování. Proces hodnocení a tvorby podkladů pro rozhodování spadá pod oblast finanční analýzy, která pro předpověď budoucího vývoje využívá množství zdrojů informací. Finanční analýza se zabývá ohodnocením minulosti, současnosti a upozorňuje na předpokládaný budoucí vývoj. Manažer by měl finanční analýze rozumět a umět ji použít odpovídajícím způsobem, protože závěry z ní slouží na všech úrovních řízení a také pro informování příslušných zájmových skupin. Finanční analýza poskytuje podklady, ze kterých může uživatel vycházet, vyhodnocení závisí na jeho úsudku, do kterého by měl zakomponovat kromě výsledků analýzy i budoucí záměry podniku, celkový vývoj a tendence podniku v minulosti (Holečková, 2008).

Postup finanční analýzy sestává z několika kroků:

1. Získání dat
2. Volba vhodné metody či metod analýzy
3. Provedení analýzy
4. Interpretace výsledků analýzy
5. Syntéza a formulace závěrů a úsudků

Metody, které může podnik využít k řízení, a vyhodnocování jsou následující:

1. Horizontální a vertikální analýza
2. Rozdílové ukazatele
3. Poměrové ukazatele – ukazatele rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti, ukazatele vycházející z údajů z kapitálového trhu
4. Pyramidové soustavy ukazatelů
5. Moderní metody měření výkonnosti
6. Souhrnné ukazatele (Holečková, 2008).

K metodám podrobněji v dalších částech práce.

Holečková (2008) upozorňuje na rozdíl při tvorbě finanční analýzy – záleží na tom, kdo provádí a potřebuje analýzu: *š Externí finan ní analýza je klí em k interpretaci*

zveřejňovaných účetních výkazů, podle kterých externí uživatelé posuzují finanční důvěryhodnost (kredibilitu) podniku. Vychází ze zveřejňovaných finančních a účetních informací a jiných veřejně dostupných zdrojů. Analýza účetních výkazů je základem finanční analýzy, jak ji provádějí externí příjemci a uživatelé informací obsažených v účetní závěrečné. Dosažená úroveň finančního zdraví bude pro okolí sloužit jako signál, jaké má podnik vyhlídky na pokračující trvání a na rozvoj v příštích letech. (Holečková, 2008)

Dále lze provádět ještě interní finanční analýzu: *Interní finanční analýza je prováděna podnikovými útvary a také i pozvanými nebo povolnými osobami jako například auditory, ratingovými agenturami, oceňovateli, kterým jsou k dispozici všechny požadované interní informace, údaje finančního, manažerského nebo vnitropodnikového účetnictví, z podnikových kalkulací, statistiky, plánu apod. Podnikový management má k dispozici mnohem podrobnější spektrum finančních informací.* (Holečková, 2008)

1.3 Koncepce shareholder/stakeholder value

Přístupů k měření a hodnocení výkonnosti je mnoho. Jedním z přístupů je využití hodnotového managementu, který si klade za cíl vytvořit co nejvyšší hodnotu pro vlastníky i ostatní zájmové skupiny. Tento přístup se nazývá shareholder/stakeholder value.

Vychází se z toho, že podnik je spojen s osobami a skupinami osob, které mají různé zájmy. S ohledem na obvykle protichůdné požadavky skupin vznikla koncepce shareholder a stakeholder value, která rozděluje zájmové skupiny do dvou skupin. Pojem „value“ vyjadřuje hodnotu nebo prospěch, který firma skupině přinese (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Shareholders jsou vlastníci, akcionáři, kteří požadují obvykle dividendový příděl a růst hodnoty akcie. Tyto požadavky se dají shrnout pod pojem maximalizace hodnoty podniku. Zároveň je potřeba brát v úvahu i zájmy, potřeby a požadavky ostatních zainteresovaných skupin, které jsou nazývány *stakeholders* (zaměstnanci, zákazníci, dodavatelé). Tato problematika je částečně vymezena určitými povinnými limity (zákony, nařízení) a zčásti ochotou řídit se zásadami etiky a její mírou v praxi. Obě tyto skupiny jsou pro existenci podniku nezbytné, proto je potřeba stanovit takové řízení, aby byly uspokojeny obě strany (Synek, Kislingerová, 2010).

Vlastník, jako shareholder, vložil do podnikání nejen kapitál, ale i svou ideu, tedy podnikatelský záměr. Navíc nese riziko podnikání. Jeho požadavkem je dlouhodobá prosperita podniku, a za nesené riziko požaduje odpovídající výnos ve výši minimálně výnosu alternativní, stejně rizikové investice. Pokud je však výnos menší než z alternativy – není konkurenschopný a je pravděpodobné, že podnikání opustí. Zároveň je zapotřebí respektovat okolní prostředí, což znamená přinášet užitek i ostatním, kteří jsou ve vztahu k firmě, tedy stakeholderům. Stakeholdeři obecně jako skupina požadují například dlouhodobou existenci a dobrou situaci firmy, dále sledují své individuální zájmy, které bývají velmi odlišné. Zaměstnanci požadují vysokou mzdu, věřitelé úroky a splacení závazku, dodavatelé se snaží o vyšší ceny, zákazníci naopak o ceny co nejnižší. Z těchto odlišných požadavků vyplývá, že hodnota, kterou podnik přináší, má pro každou zájmovou skupinu jinou podobu a znamená něco odlišného.

Správně nastavený management (value based management) se v dlouhodobém pohledu ubírá cestou užitku pro obě skupiny – maximalizací shareholder value lze zvýšit i stakeholder value. Jedině firma, která splňuje nároky vlastníků, může dlouhodobě existovat a přinášet prospěch všem (Neumaierová, Neumaier, 2002).

2. Faktory ovlivující krátkodobou a dlouhodobou výkonnost

Neumaierová, Neumaier (2002) nastiňují dva způsoby, jak zhodnotit výkon podniku v dlouhém a krátkém časovém horizontu.

Prvním způsobem je uplatnit metody finanční analýzy na výsledky podniku. Tato problematika bude rozebrána v další části práce. Zvyšování výkonnosti však nelze uskutečnit pouhým výpočtem ukazatelů, je potřeba celý problém pojmout v širším měřítku. Proto je potřeba výsledky uvést do časového kontextu a vytvořený výkon porovnat s ostatními subjekty.

Druhý způsob je charakterizován autory vytvořeným modelem INFA. INFA je diagnostický, benchmarkingový model, pomocí kterého lze analyzovat dlouhodobou a krátkodobou výkonnost podniku (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Pro model jsou zapotřebí tradiční zdroje dat (z účetnictví) a tradiční indikátory výkonnosti (Kislingerová, Neumaierová, 2000).

Neumaierová, Neumaier (2002) definovali čtyři faktory, které ovlivňují dlouhodobou výkonnost podniku:

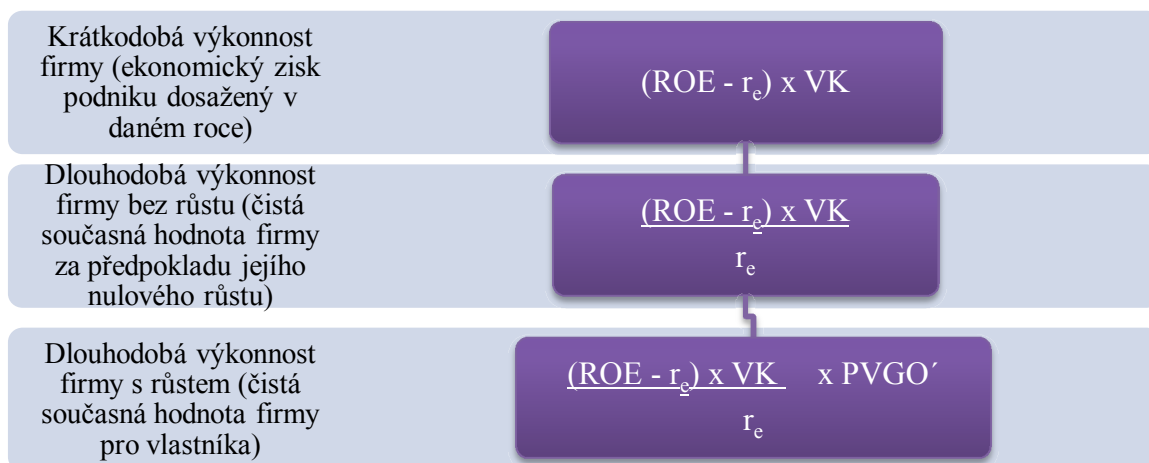
1. Ukazatel rentabilita vlastního kapitálu ROE
2. Alternativní náklad na vlastní kapitál r_e
3. Současná hodnota růstových příležitostí PVGO
4. Hodnota vlastního kapitálu (VK)

Model INFA je nástrojem „hlubší dekompozice“ faktorů ovlivňujících dlouhodobou výkonnost. Tyto faktory ovlivňují hodnotu, tempo růstu ukazatele EVA (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Ukazatele použité modelem INFA jsou pyramidově uspořádány, každý má v rámci hierarchie určitou pozici, která vypovídá o jeho významu. EVA je definována jako rozdíl rentability vlastního kapitálu a alternativního nákladu na kapitál, násobený vlastním kapitálem. Je pak vyjádřením přebytku vygenerovaného čistého zisku nad ziskem, který je investory požadován vzhledem k rizikovosti investice (vyjádřeno vztahem vlastní kapitál * r_e) (Kislingerová, Neumaierová, 2000).

Schéma 1 znázorňuje rozdíl v pohledech na výkon v dlouhodobém a krátkodobém horizontu:

SCHÉMA 1: ROZDÍLNÉ POHLEDY NA VÝKONNOST PODNIKU



Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

INFA umožňuje kvantifikovat dopad rozhodnutí na hodnotu firmy pro vlastníky a čistou současnou hodnotu. Úkolem modelu je vyhodnocovat informace účetního systému, díky čemuž lze analyzovat krátkodobou a dlouhodobou výkonnost. Dále je model zaměřen na respektování teorie řízení hodnoty. Má podobu pyramidové soustavy, aby umožnil dekomponovat vrcholové kritérium. INFA vznikla na základě ukazatelů, které byly použity v modelech indexů IN (modely IN jsou vysvětleny v dalším textu).

Autoři respektují charakter jevů, které v podniku neexistují odděleně, ale jsou navzájem mezi sebou ovlivňovány. Dále upozorňují na časové zpoždění některých důsledků a skutečnost, že některé jevy mají nekvantifikovatelný charakter a přesto je musíme brát v úvahu. Základem modelu je ukazatel výnosnosti vlastního kapitálu ROE. Model odděluje indikátory provozní výkonnosti od indikátorů způsobu dělení produkce firmy, zároveň probíhá monitorování finanční stability firmy.

INFA je zkonstruována jako mapa souvislostí ukazatelů finanční výkonnosti firmy, přičemž měřítka jsou rozdělena do tří skupin:

1. Měřítka, která mapují způsob vzniku výstupu firmy a úroveň schopnosti zhodnotit kapitál

2. Měřítka, která zachycují způsob rozdělení výstupu firmy

3. Měřítka finanční rovnováhy, která odpovídají vzniku a dělení výstupu firmy

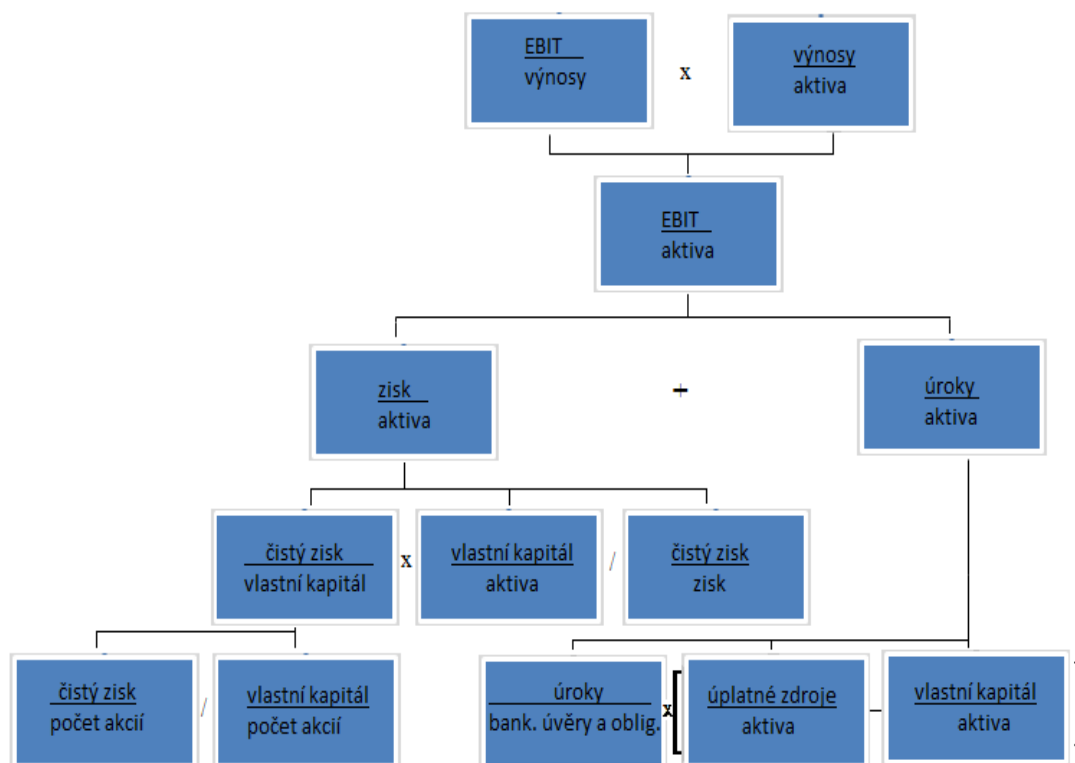
Ukazatele první skupiny, které ovlivňují velikost výstupu firmy, jsou zaměřeny na podchycení skutečností příčinných pro velikost produkce firmy, přičemž výstupy jsou souhrnně představovány ukazatelem EBIT.

Měřítka druhé skupiny souvisí s výsledky první skupiny, protože sledují rozdělení výstupu, který firmy vyprodukovala.

S první i druhou skupinou souvisí skupina třetí. Jde o sledování rovnováhy mezi strukturou aktiv a pasiv z hlediska životnosti, jde tedy o jejich krátkodobý či dlouhodobý charakter.

Jádro modelu INFA zaměřené na vzájemné vztahy ukazatelů lze vyjádřit pomocí schématu 2:

SCHÉMA 2: MODEL INFA



Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

Na základě této dekompozice identifikovali autoři následující základní faktory, ovlivňující hodnotu ROE:

1. EBIT/A

Tedy ukazatel výnosnosti celkového kapitálu, aktiv, často označovaný jako základní produkční síla podniku. Růst ukazatele EBIT/A (ROA) pozitivně ovlivňuje hodnotu ukazatele rentability vlastního kapitálu ROE.

2. Z/Z

Neboli úroveň zdanění, snížení daňového zatížení způsobí zvýšení podílu čistého zisku na zisku. Má pozitivní vliv na ROE.

3. Ú/(BÚ + OBL)

Je to ukazatel, kterým získáme hodnotu úrokové míry, tedy cenu cizích úplatných zdrojů. Snížení úrokové míry působí na ROE pozitivně.

4. (VK + BÚ + OBL)/A

Jedná se o podíl úplatného kapitálu na celkovém kapitálu. Snížení hodnoty způsobí pozitivní růst ROE.

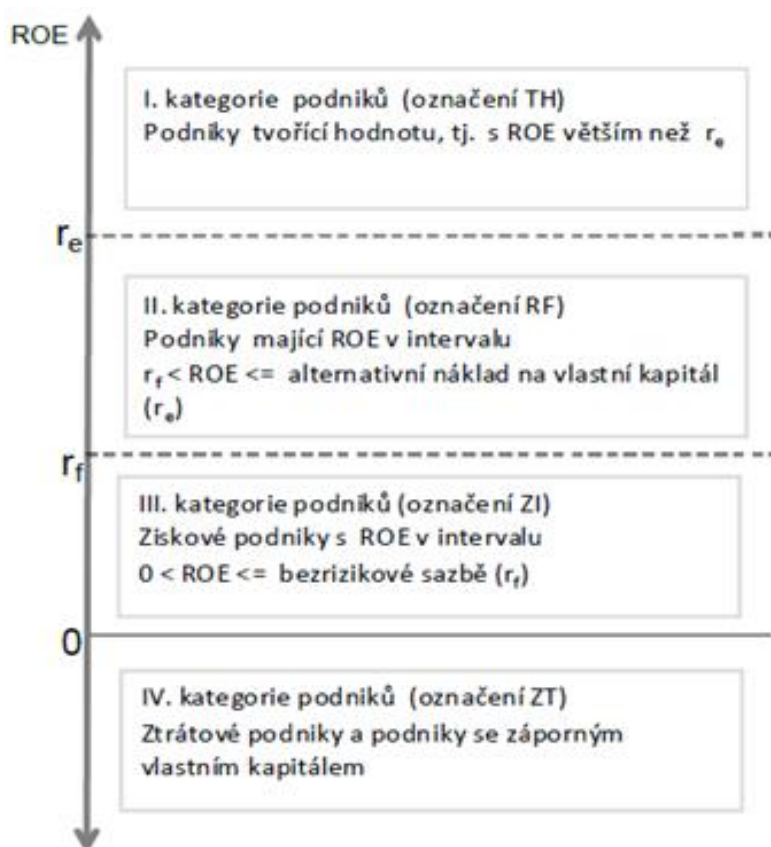
5. VK/A

Podíl vlastního kapitálu na aktivech vyjadřuje působení finanční páky. Může ovlivnit pozitivně i negativně hodnotu ROE (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Analýza pomocí modelu INFA umožní na základě rovnice výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA určit tzv. spread, na základě jehož hodnoty lze určit, zda podnik tvoří nebo netvoří hodnotu (více v kapitole 4.).

Podnik lze porovnat se skupinami podniků, u kterých bylo provedeno šetření, a podle jejich výsledků je autoři rozdělili do několika skupin. Jedná se o skupiny podniků označené jako TH, RF, ZI a ZT.

SCHÉMA 3: STUPNICE PODNIKŮ PODLE TVORBY UKAZATELE EVA



Zdroj: www.mpo.cz

Protože INFA je benchmarkingový model, který umožní porovnat hodnoty konkrétních ukazatelů podniku s hodnotami zvolených podniků, je výsledným efektem provedení analýzy modelem INFA zjištění, jaká je situace podniku v porovnání s ostatními podniky, a hlavně – zda podnik tvoří hodnotu.

3. Ukazatele finanční výkonnosti

ŠK řízení výkonnosti firmy, resp. kontrole řízení, potěbuje podnikatel vhodný nástroj, který plasticky znázorní situaci výkonnosti a podpoří tak jeho rozhodování ve strategických otázkách. (Neumaierová, Neumaier, 2002)

Činnost podniku lze vyhodnocovat množstvím způsobů, všeobecně se však shrnují pod oblast finanční analýzy. Techniky analýzy jsou založeny na zjišťování a zpracování informací, dat. Tyto techniky jsou charakterizovány dále.

3.1 Horizontální a vertikální analýza

Cílem těchto dvou analýz je rozbor vývoje finanční situace a příčin v minulosti. Pomocí nich můžeme zjistit a vysledovat problémové oblasti, které jsou pro podnik potenciálně nebezpečné. K analýze vývojových trendů, tedy zkoumání vývoje veličin v čase využíváme horizontální analýzu, vertikální analýzu zase k analýze komponent vztahované k smysluplné veličině (například celková bilanční suma) (Holečková, 2008).

Horizontální analýza neboli analýza vývojových trend

Horizontální analýza je obvyklá technika, která pomáhá zkoumat změny v položkách rozvahy či výkazu zisku a ztráty v čase. Bývá nazývána také trend analýzou (Mantone, 2013).

Porovnávání se provádí po řádkách výkazu v horizontálním směru. Změnu v určité položce lze vyjádřit procentem nebo indexem, lze použít bazický nebo řetězový. Bazický index získáme porovnáním hodnoty ukazatele s hodnotou ukazatele v základním období (výchozí báze), který byl vybrán jako základ pro srovnání. Řetězovým indexem porovnáváme hodnoty stejného ukazatele s jeho hodnotou v předchozím období. Absolutní změnou je změna v jednotkách, relativní změna je její procentuelní vyjádření (Holečková, 2008).

Absolutní změnu zjistíme:

$$\Delta A = A_{t} - A_{t-1}$$

Zdroj: Holečková, 2008

(I.)

Relativní změnu zjistíme jako:

$$\frac{\text{Výkaz 2011}}{\text{Výkaz 2010}} = \frac{\text{Výkaz 2011}}{\text{Výkaz 2010}} * 100 (\%)$$

Zdroj: Holečková, 2008

(II.)

Vertikální analýza neboli procentní rozbor komponent i strukturální analýza

Vertikální analýza umožňuje posoudit relativní strukturu položek ve výkazu a roli jednotlivých položek na bilanční sumu veličiny. Zjišťujeme procentní podíl položky na vyšším základu a to ve vertikálním směru výkazu, nepotřebujeme tedy údaje z více let. Pokud jsou tato data k dispozici, můžeme je porovnat a identifikovat změny či trendy ve veličinách (Holečková, 2008).

3. 2 Poměrové ukazatele

Základní metodou finanční analýzy je konstrukce finančních poměrových ukazatelů, přičemž výběr ukazatelů je podřízen zejména zkoumanému jevu. Největší důraz je kladen na vypovídací schopnost poměrových ukazatelů, jejich vzájemné vazby a závislosti a způsob jejich interpretace a vyhodnocení (Valach, 1997).

Poměrový ukazatel je číselný vztah finančních informací, nejčastěji získané podílem dvou položek. Konkrétní výsledky nemůžeme vyvodit vypočtením jednoho ukazatele, je potřeba posuzovat komplexně. Ani se nelze držet doporučených či optimálních hodnot s univerzální platností (Holečková, 2008).

Pomocí poměrových ukazatelů lze srovnávat podnik s jinými podniky nebo odvětvovými průměry. Využívá se členění ukazatelů do 5 skupin:

- Ukazatele likvidity: měří schopnost podniku uspokojit své závazky
- Ukazatele aktivity: zabývají se schopností využívat aktiva
- Ukazatele zadluženosti: zobrazují, v jaké míře je podnik financován cizím kapitálem
- Ukazatele rentability: měří celkovou účinnost řízení
- Ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu: sledují hodnotu podniku a jeho akcií (Synek, 2009).

3. 2. 1 Ukazatele rentability

š Ukazatelé rentability pat í k nejsledovan j-ím ukazatel m finan ní analýzy, nebo nejlépe vystihují schopnost podniku dosahovat co nejn v t-ích výnos , a na tomto základ i napl ovat základní cíl podniku v podob maximalizace jeho tržní hodnoty.õ (Marek, 2009)

Jsou využívány pro hodnocení a posouzení efektivnosti činnosti podniku, intenzity využívání majetku a schopnosti zhodnocení kapitálu vloženého do podniku. Vyjadřují schopnost dosahovat zisk a tím zhodnotit vložený kapitál (Holečková, 2008).

Valach (1997) komentuje ukazatele rentability následovně: „Rentabilita, resp. výnosnost vloženého kapitálu je m ítkem schopnosti podniku vytvá et nové zdroje, dosahovat zisku poufítím investovaného kapitálu. Je formou vyjád ení míry zisku, která v tržní ekonomice sloufí jako hlavní kritérium pro alokaci kapitálu.õ

Při konstrukci používáme modifikace zisku. Zisk je všeobecně akceptován jako vrcholový ukazatel efektivnosti podniku. Ukazatele lze sestavovat různorodě podle toho, jaký kapitál a modifikaci zisku použijeme (Valach, 1997).

Obecné vyjádření ukazatelů rentability je poměr zisku a konkrétního kapitálu:

$$\text{Ukazatel rentability} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Kapitál}}$$

Zdroj: Grúnwald, Holečková, 2009

(III.)

Ukazatelů rentability se používá množství modifikací, zejména podle účelu a použití. Do čitatele se dají dosadit různé formy zisku, výběr ziskové kategorie se musí přizpůsobit významu konstruovaného ukazatele (Grúnwald, Holečková, 2009).

SCHÉMA 4: MODIFIKACE ZISKU

EBITDA

- odpisy

EBIT

- nákladové úroky

EBT

- daň z příjmů za běžnou a mimořádnou činnost

EAT

Zdroj: Holečková, 2008

Holečková (2008) blíže specifikuje jednotlivé modifikace zisku.

- *EAT: Zisk po zdanění*

Ve výkazech ho nalezneme jako „výsledek hospodaření za účetní období“, jedná se o zisk očištěný od povinnosti daní. EAT je možné použít k odměnění akcionářů či jej ponechat v podniku pro další aktivity. Nerozdělený zisk je zdrojem financování podniku, který lze použít k rozvoji, splátce dluhu či jako rezervní finance.

- *EBT: Zisk před zdaněním*

Zisk je zatížený povinnostmi daní za běžnou i mimořádnou činnost. Změny v oblasti daní znemožňují porovnat v letech čistý zisk, tedy EAT. Protože modifikace zisku EBT ještě v sobě nemá zahrnuté zdanění, může sloužit jako základ pro srovnávání zisku v letech či mezi podniky, protože změny v oblasti daní mění hodnotu EAT.

- *EBIT: Zisk před úroky a zdaněním*

Rozdílem výnosů a nákladů, získáme zisk. EBIT získáme, pokud navíc abstrahujeme od nákladových úroků a daní. Princip spočívá v tom, že lze změřit výkonnost podniku při odhlédnutí od zdroje financování (a formy a míry zdanění, viz. EBT). Nákladové úroky jsou státem uznané nákladové položky, podnik si jím tedy snižuje základ daně. EBIT je výsledek hospodaření nezávislý na zadluženosti a zdanění.

- *EBITDA: Zisk před odpisy, úroky a zdaněním*

Modifikace zisku EBITDA neobsahuje ani nákladové úroky, ani daň z příjmu za běžnou a mimořádnou činnost, a od předchozích modifikací je odlišná tím, že neobsahuje ani odpisy (Holečková, 2008).

A nyní již k nejčastěji využívaným ukazatelům rentability.

Rentabilita celkového kapitálu: ROA (Return on assets)

Rentabilita celkového kapitálu je považována za základní měřítko finanční výkonnosti, protože poměřuje zisk se sumou aktiv vložených do podnikání. ROA vyjadřuje schopnost efektivně využívat všechna aktiva, která má podnik k dispozici. Nezáleží na zdroji financování, důležitý je pohled přes majetkovou bázi a vyjádření produkční síly podniku. V ukazateli se používá zisk před úroky a zdaněním, abychom upustili od různé míry financování vlastním a cizím kapitálem a mírou zdanění. Tím je

zhodnocena reprodukce veškerého kapitálu, který byl vložen do podnikání. Protože nezohledňuje zdanění (někdy také nezdaněná rentabilita), vyjadřuje v podstatě, jaká by byla rentabilita aktiv, kdyby podnik nebyl zatížen povinnostmi daní. Použití modifikace EBIT ve vzorci nezohledňuje ani zdroj financování, tedy u cizího kapitálu platbu za poskytnutí kapitálu (například úroky), u vlastního kapitálu úplatu ve formě například dividend, podílů na zisku. Z těchto důvodů se dá ROA používat k porovnávání s ostatními subjekty, které mají jinou úroveň zadlužení a daňové podmínky a také pro porovnání podniku v čase – tím se předejde přepočítávání v případě změn v legislativě v oblasti daní. Pro účely rozkladu ukazatele ROA na dílčí ukazatele (pyramidové soustavy), se používá pro výpočet rentability aktiv také modifikace zisku EAT, tedy čistého zisku. Přijatelná hodnota ROA se nachází v oblasti, kdy je jeho hodnota větší než průměrná úroková míra v podniku (Holečková, 2008).

$$ROA = \frac{\text{úpravený čistý zisk} \cdot 100}{\text{průměrný kapitál}}$$

Zdroj: Holečková, 2008

(IV.)

Rentabilita kapitálu investor : ROIC (Return on invested capital)

ROIC poskytuje informaci o výnosnosti dlouhodobých zdrojů, je používán pro hodnocení výkonnosti i mezipodnikové srovnávání. Vyjadřuje schopnost firmy odměnit ty, kdo poskytli prostředky či schopnost přilákat nové investory (Valach, 1997).

Takto konstruovaným ukazatelem jsme schopni změřit výnosnost veškerého dlouhodobě investovaného kapitálu, ať už je financován z vlastních či cizích zdrojů. Poměříme se se ziskem v takové podobě, jaký by podnik vyprodukoval, pokud by k financování použil pouze vlastní kapitál. Ukazatelem jsme tedy schopni změřit výnosnost podniku bez ohledu na finanční strukturu (Synek, 2009).

Důvodem vyloučení krátkodobých zdrojů je předpoklad, že krátkodobé zdroje neovlivňují příliš významně rentabilitu. Hodnota v čitateli je oproštěna od daňového zatížení (Holečková, 2008).

$$ROIC = \frac{\text{úpravený čistý zisk} \cdot (1 - \text{daňová sazba}) \cdot 100}{\text{průměrný kapitál}}$$

Zdroj: Synek, 2009

(V.)

Rentabilita vlastního kapitálu: ROE (Return on equity)

Ukazatelem vyjadřujeme výnosnost kapitálu vloženého akcionáři a vypovídá o intenzitě s jakou je vložený kapitál reprodukován, jedná se tedy o efektivnost využívání kapitálu. Obvykle se ROE požaduje ve výši výnosové míry a rizikové prémie. Nižší hodnota je pro podnik nepříznivá a je velmi pravděpodobné, že investor od investice odstoupí, protože pro něj není perspektivní (Valach, 1997).

Vlastníci či akcionáři kladou velký důraz na hodnotu ukazatele ROE, protože vyjadřuje míru zhodnocení vlastního kapitálu, tedy kapitálu, který právě akcionáři a vlastníci do podniku vložili. Samozřejmě požadují co největší schopnost efektivní reprodukce kapitálu, protože vytvořený zisk považují za výdělek investovaného kapitálu. Také porovnávají výši ukazatele s rizikem, které podstoupili investicí do podniku s alternativními možnostmi investice svého kapitálu. V tomto případě požadují, aby zhodnocení bylo větší než míra výnosu bezrizikové či podobně rizikové alternativy (Holečková, 2008).

Mantone (2013) shrnuje: *šTento ukazatel m í podnikový zisk s pen zi investovanými shareholders; obecn platí, fle ím vy—í, tím lep—í, obzvlá—t ve srovnání s konkurencí.*

$$ROE = \frac{\text{Výdělek z vlastního kapitálu}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Zdroj: Holečková, 2008

(VI.)

Rentabilita tržeb neboli zisková marže: ROS (Return on Sales)

ROS vyjadřuje kolik zisku zbylo pro podnik z vydělaných tržeb, které představují ohodnocení výkonů firmy. V závislosti na použití formy zisku ve jmenovateli rozlišujeme dvě modifikace – provozní a čistou ziskovou marži (Holečková, 2008).

Pokud hodnota ROS klesá, je potřeba analyzovat jednotlivé náklady, protože ukazatel vyjadřuje schopnost podniku ovlivňovat úroveň nákladů (Valach, 1997).

Provozní zisková marže

Provozní zisková marže se soustředí na provozní oblast, tedy nezahrnuje hodnoty nákladů, které s ní nesouvisí, např. finanční náklady ve formě úroků. Zisk před úroky a zdaněním lze vhodně nahradit provozním výsledkem hospodaření. (Holečková, 2008).

$$\text{ROE} = \frac{\text{úspěšnost} \cdot \text{úroveň} \cdot \text{tržeb}}{\text{tržeb}}$$

Zdroj: Holečková, 2008 (VII.)

istá zisková marže neboli istá ziskovost tržeb

Takové vyjádření zobrazuje čistý výsledek podnikového snažení. Je výsledkem vlivu likvidity, aktivity a zadluženosti na zisk (Synek, 2009).

$$\text{ROA} = \frac{\text{úspěšnost} \cdot \text{úroveň} \cdot \text{tržeb}}{\text{tržeb}}$$

Zdroj: Holečková, 2008 (VIII.)

3. 2. 2 Ostatní poměrové ukazatele

V této kapitole jsou uvedeny některé další poměrové ukazatele, které jsou součástí pokročilejších metod analýzy (rozkladů, viz dále), nebo jsou vhodné k dokreslení celkové situace podniku.

Ukazatele aktivity

Využívají se ke zhodnocení vázanosti kapitálu v jednotlivých formách majetku a ke změření schopnosti podniku využívat vložený kapitál. Jejich interpretace se váže buď na rychlost obratu položky, nebo na dobu obratu položky. Hodnotí se nejenom celková suma aktiv, ale i jednotlivé části sumy z důvodu identifikace aktivních položek. Vyjadřují jak účinně, intenzivně a rychle podnik využívá svůj majetek, jednotlivé části majetku. Mají vliv na ukazatele rentability aktiv i vlastního kapitálu. Odráží se v nich, kolik aktiv bylo potřeba pro získání daných tržeb (Holečková, 2008).

Obrat celkových aktiv

Kromě toho, že ovlivňuje hodnotu ukazatele ROE, je komplexním ukazatelem, který měří efektivnost využívání aktiv. Jeho výpočtem zjistíme, kolikrát se aktiva obrátí do tržeb. Dílčími ukazateli tohoto ukazatele jsou ukazatele obratu dlouhodobého majetku a obratu běžných aktiv (Holečková, 2008).

$$\text{Zadluženost} = \frac{\text{Základní kapitál}}{\text{Základní kapitál}}$$

Zdroj: Holečková, 2008

(IX.)

Ukazatele zadluženosti

Zadluženost vyjadřuje fakt, že podniky bývají financovány nejen vlastním kapitálem, ale i cizími zdroji. Jak akcionáře, tak věřitele zajímá míra a forma zadluženosti, respektive přiměřenost zadlužení. Akcionáři dále zkoumají, zda je podnik schopen splácet jejich nároky z investice – splátky a úroky (Holečková, 2008).

Ukazatele lze rozdělit do dvou skupin. Ukazatelé první skupiny se zabývají hodnocením celkové či dílčí zadluženosti podniku, ukazatele druhé skupiny sledují schopnost podniku dostát závazkům, které vyplývají z používání a přítomnosti tohoto cizího kapitálu v podniku (Marek, 2009).

Ukazatel věřitelského rizika

V literatuře se s ukazatelem věřitelského rizika lze setkat také pod označením „zadluženost“. Pomocí tohoto ukazatele je počítán rozsah, kterým jsou dluhy financovány aktivy. V čitateli ukazatele je součet krátkodobých a dlouhodobých závazků. S vyšší hodnotou ukazatele souvisí vyšší riziko pro věřitele i akcionáře, je třeba jej však vztáhnout i k ukazateli celkové výnosnosti a dát do souvislosti se strukturou cizího kapitálu. Pro podnik je varující známkou, když je celková výnosnost menší než úroky, které se platí za zapůjčení kapitálu (Synek, Kislingerová, 2010).

Věřitelé preferují nižší zadlužení, protože to pro ně znamená menší riziko, vlastníci podniku se naopak snaží navyšovat zadluženost do té míry, dokud je to pro ně z hlediska finanční páky výhodné. Příliš vysoká zadluženost nastává, pokud jsou dluhy podniku větší než hodnota podnikového majetku, poté hovoříme o předluženém podniku (Synek, 2009).

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{Základní kapitál}}{\text{Základní kapitál}}$$

Zdroj: Valach, 1997

(X.)

Ukazatel úrokového krytí neboli ziskové úhrady úroku: TIE ratio

Používá se pro hodnocení přiměřenosti úrovně zadlužení z hlediska následného dopadu na zisk. Poměří EBIT s hodnotou úroků. Vyjadřuje zda, a případně kolikrát převyšuje efekt celkové reprodukce úrokové platby. Podniky, které jsou schopny dostát úrokovým závazkům, hodnota jejich úrokového krytí je tedy vysoká, mohou využívat cizí zdroje ve větším rozsahu (Valach, 1997).

Ukazatel úrokového krytí lze rozdělit na dvě části. Na výsledek hospodaření před zdaněním, který reprezentuje prostředky, které jsou k dispozici pro zaplacení úrokových nákladů, protože úrokové náklady jsou v našem daňovém systému daňově uznatelnými náklady a snižuje se o ně základ daně. A na samotnou část úrokových nákladů, které jsou vykázány jako prostředky v daném roce zaplacené za zapůjčení kapitálu. Je důležité, aby ukazatel vyšel větší než 1, protože jinak to znamená, že podnik není schopen vytvořit prostředky pro úhradu úrokových závazků a pokud nemá jiné zdroje k zaplacení (výsledky minulých let, rezervy, vklady), nachází se v platební neschopnosti (Marek, 2009).

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Úrokové náklady}} \quad (XI.)$$

Zdroj: Valach, 1997

Ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu

Tyto ukazatele vyjadřují, jak trh (burza, investoři) hodnotí činnost podniku jak v minulých obdobích, tak jeho budoucí výhled. Hodnocení probíhá komplexně pro výsledky všech oblastí - likvidity, aktivity, zadluženosti i rentability (Synek, Kislingerová, 2010).

Předpokladem je, že podnik je akciová společnost s veřejně obchodovatelnými akciemi. Ukazatele jsou důležité především pro potenciální investory i stávající investory, kteří jsou zainteresovaní na návratnosti investic. Toho lze dosáhnout dvěma způsoby:

- Prostřednictvím dividend
- Růstem ceny akcií (Holečková, 2008).

istý zisk na akcii: EPS

Pro investory je významný ukazatel EPS, ukazatel čistého zisku na akcii. Čistý zisk se rozděluje na část, která připadne na dividendy, a část, která je ponechána v podniku pro jeho budoucí rozvoj a je zdrojem pro budoucí růst hodnoty podniku (Synek, 2009).

$$\text{EPS} = \frac{\text{čistý zisk} - \text{dividendy}}{\text{počet akcií}}$$

Zdroj: Synek, 2009 (XII.)

Výplatní poměr

Výplatní poměr vypovídá o dividendové politice podniku. Hodnota ukazatele vyjadřuje, jaká část vytvořeného čistého zisku je formou dividendy vyplacena akcionářům. Ukazatel se dává do souvislosti ještě s aktivačním poměrem (Valach, 1997).

$$\text{výplatní poměr} = \frac{\text{čistý zisk} - \text{zisk na akcii} \cdot \text{aktivační poměr}}{\text{čistý zisk}}$$

Zdroj: Valach, 1997 (XIII.)

Aktivační poměr

Rozdílem koeficientu 1 a výplatního poměru získáme aktivační poměr, respektive součet výplatního a aktivačního poměru je roven 1. Hodnota aktivačního poměru je ta část zisku, která nebyla použita na výplatu dividend, ale je podniku k dispozici pro podnikání (Valach, 1997).

$$\text{aktivační poměr} = 1 - \text{výplatní poměr}$$

Zdroj: Valach J, 1997 (XIV.)

Míra růstu investovaného kapitálu akcionářů : g

Míra růstu investovaného kapitálu je důsledkem reinvestovaného zisku. Tuto hodnotu získáme vynásobením rentability vlastního kapitálu podílem reinvestovaného zisku (Valach, 1997).

$$R = ROS \left(1 - \frac{R_{\text{tr}}}{R_{\text{tr}} + R_{\text{tr}} + R_{\text{tr}}} \right)$$

Zdroj: Valach, 1997

(XV.)

3. 3 Pyramidové soustavy

Pyramidové soustavy zachycují souvislosti mezi ukazateli na základě vazeb, které mezi sebou mají. Vychází se z vrcholového ukazatele, který je rozkládán na ukazatele, které jsou pro něj příčinnými faktory (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Pomocí těchto soustav tak lze některé ukazatele rozložit na dílčí ukazatele, tzv. faktorové poměrové ukazatele. Sledování vývoje takto rozložených dílčích ukazatelů pomůže určit jejich vliv na celkový ukazatel.

Na ukazatele rentability, respektive jejich hodnotu a vývoj, působí množství vlivů, které je potřeba sledovat, aby bylo možno analyzovat jejich působení. Tyto dílčí vlivy a základní faktory lze zjistit rozkladem ukazatelů (Holečková, 2008).

V této kapitole je představen rozklad ukazatelů rentabilita aktiv a vlastního kapitálu.

3. 3. 1 Rozklad rentability celkového kapitálu: ROA

Ukazatel rentability aktiv ROA lze rozložit na ukazatele:

- rentabilita tržeb neboli zisková marže či ziskové rozpětí: ROS
- obrat celkových aktiv

Tyto dva ukazatele ovlivňují hodnotu ukazatele ROA, který je důsledkem násobení těchto ukazatelů. Vysoká hodnota ROS značí kontrolu nákladů a hospodárnost při vynakládání prostředků. Vysoká hodnota obratu aktiv prezentuje efektivní využívání kapitálu, který má podnik k dispozici (Valach, 1997).

SCHÉMA 5: PYRAMIDOVÝ ROZKLAD UKAZATELE ROA



Zdroj: Synek, Kislingerová, 2010

3. 3. 2 Rozklad rentability vlastního kapitálu: ROE

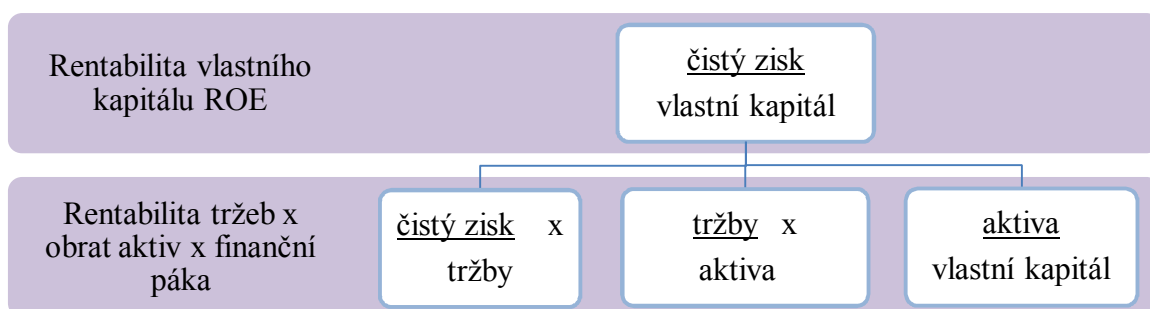
Rozklad ukazatele ROE odkrývá 3 ukazatele, které ovlivňují jeho hodnotu. Jde o:

- rentabilitu tržeb čili ziskovou marži
- obrat celkových aktiv
- finanční páku, která je poměrem mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem

Jejich pomocí lze ovlivňovat hodnotu ROE (Synek, Kislingerová, 2010).

Rozklad ROE lze znázornit:

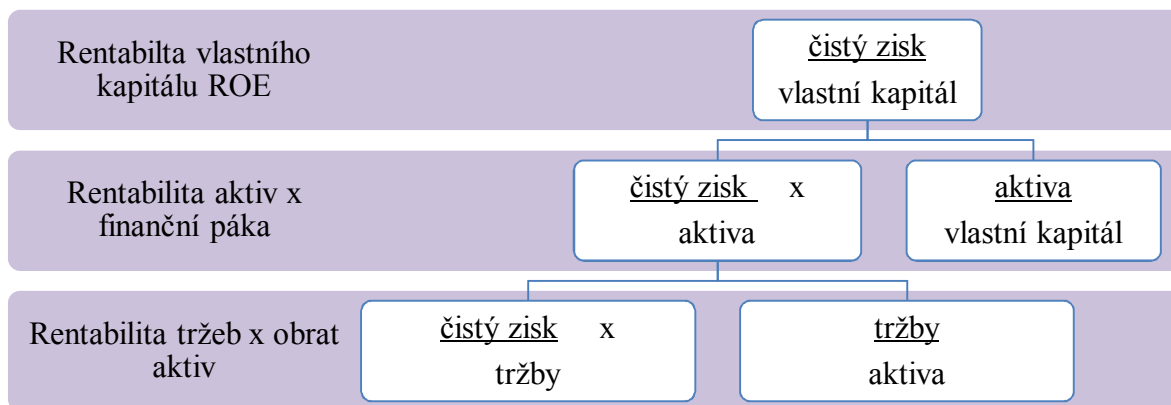
SCHÉMA 6: PYRAMIDOVÝ ROZKLAD UKAZATELE ROE



Zdroj: Synek, Kislingerová, 2010

Dalším, podrobnějším rozkladem by bylo možné pomocí rentability tržeb a obratu aktiv rozložit rentabilitu aktiv (viz výše):

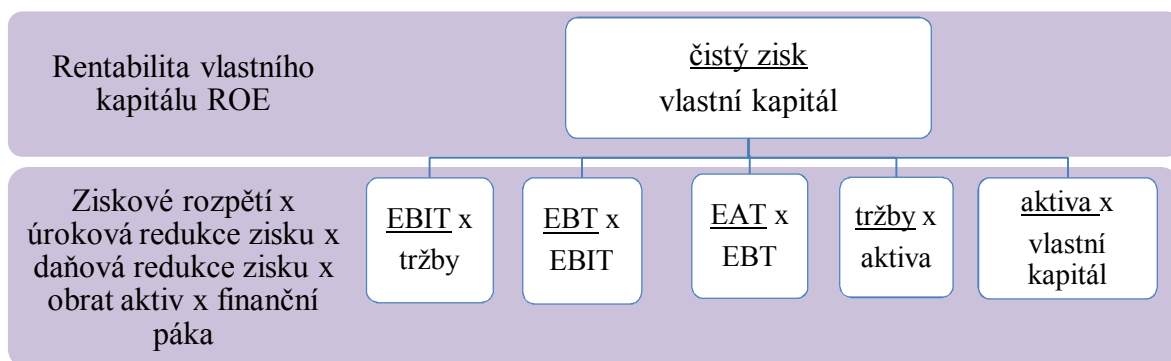
SCHÉMA 7: PODROBNĚJŠÍ ROZKLAD UKAZATELE ROE



Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

Ukazatel ROE lze rozložit ještě podrobněji na další dílčí vlivy. Tato forma rozkladu vyzdvihuje vliv tří hlavních faktorů – rentability aktiv, míru zdanění a zadluženosti. Vliv zadluženosti vyjadřuje úroková redukce zisku a finanční páka, které působí proti sobě. Pokud se zvýší zadluženost, podíl cizích zdrojů, zvýší se hodnota finanční páky a tím se zvýší i rentabilita vlastního kapitálu. Zároveň se ale zvýší objem úroků, které podnik platí za půjčení cizího kapitálu a které je potřeba zaplatit. Tak se sníží zisk, který lze rozdělit mezi investory a sníží rentabilitu vlastního kapitálu (Holečková, 2008)

SCHEMA 8: DALŠÍ POHLED NA ROZKLAD UKAZATELE ROE



Zdroj: Synek, 2009

Synek (2009) k tomuto rozkladu ještě dodává, že podnik se snaží každý z těchto dílčích ukazatelů maximalizovat.

3. 3. 3 *Další využití ukazatel*

V souvislosti s rozklady je vhodné připojit vysvětlení několika souvislostí, zejména osvětlit v rozkladech použitý ukazatel finanční páky.

Finanční páka

Vyjadřuje poměr mezi hodnotou celkových aktiv a vlastního kapitálu. Je jedním z ukazatelů zadluženosti, vyjadřuje podíl cizích zdrojů v majetku podniku. S růstem objemu cizího kapitálu v aktivech hodnota ukazatele roste. Podstata tohoto ukazatele vychází z faktu, že cizí kapitál je obvykle levnější než použití vlastního kapitálu. Tento potenciál je rozvinutý ještě skutečností, že daňová legislativa umožňuje zahrnutí úroků do nákladů, čímž se sníží základ daně a oproti použití pouze vlastního kapitálu, se zvýší i zisk. To znamená, že vzroste i hodnota ROE.

Dalo by se tedy konstatovat, že pokud je podnik schopen využít cizí kapitál natolik, že efekt z něj převyší náklady za použití, je pro něj výhodné využívat jej v co nejvyšší možné míře. Je však ještě potřeba zvážit vliv zvýšení podílu cizího kapitálu na obrát aktiv i rentabilitu tržeb, neboť ve vzorcích obou ukazatelů jsou položky, kterých by se tato změna týkala. Pokud podnik zvýší rentabilitu vlastního kapitálu zvýšením podílu cizího kapitálu, a jejich výnosnost je větší než úrok za cizí kapitál, je tento efekt označován jako pákový efekt zvýšeného zadlužení na ROE. Znamená to, že pokud podnik vydělá s cizími zdroji víc než hodnotu úroků, je tím ROE znásobené. Akceptuje se jakákoliv hodnota výnosu, při níž je ROE před úhradou úroků a daní větší než úroková míra z cizího kapitálu (Holečková, 2008).

Ukazatele ROA, ROE, finanční páka, úroková redukce, apod. se dají využít ještě i v dalším pohledu. Lze jimi vyjádřit vhodnost a zejména výhodnost užívání cizího kapitálu v podniku.

Kritéria výhodnosti použití cizích zdroj

Pro podnik je velmi důležité určit, zda cizí zdroje mu v komplexním hodnocení přinášejí užitek, tzn. zadlužení je pro něj výhodné, nebo zda je míra zadlužení nevhodně stanovena a celkově na užívání cizích zdrojů firma trpí. Dodatečně je možno stanovit, zda byl optimálně stanoven stupeň zadluženosti pomocí následujících dvou kritérií.

1. Ziskový úinek finan ní páky

Součinem úrokové redukce zisku a finanční páky získáme tzv. ziskový úinek finanční páky či multiplikátor kapitálu akcionáři. Vyjadřuje, jakou měrou je ROE zvětšováno pomocí cizího kapitálu. Je-li jeho hodnota větší než jedna, znamená to, že cizí kapitál v aktivech podniku má pozitivní vliv (Holečková, 2008).

$$\text{Ziskový úinek finanční páky} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROA}} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROA} + \text{úroková redukce zisku} \cdot \text{finanční páka}}$$

Zdroj: Holečková, 2008 (XVI.)

2. Index finan ní páky

Další metodou jak zhodnotit použití cizích zdrojů a únosnost úrokového zatížení je index finanční páky, který je poměrem rentability vlastního kapitálu a rentability aktiv. Předpokládá se přítomnost cizích zdrojů v podniku, protože jinak by ukazatel měl hodnotu 1. Princip ukazatele spočívá ve skutečnosti, že má smysl přijímat cizí kapitál pouze pokud generuje víc peněžních prostředků než jsou náklady, které je za cizí kapitál potřeba zaplatit. Pokud vyjde index větší 1, je užití cizích zdrojů vhodné, protože to znamená, že použití cizích zdrojů přispívá ke zhodnocování kapitálu. Pokud vyjde index méně než 1, působí přítomnost cizího kapitálu negativně a je vhodné snížit zadlužení

$$\text{Index finanční páky} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROA}}$$

Zdroj: Holečková, 2008 (XVII.)

V této kapitole byly představeny některé metody, které lze použít k hodnocení výkonu podniku. Budou využity v praktické části a hodnoceny v časovém horizontu šesti let.

4. Hodnotové měření výkonnosti

„*The creation of value is the primary goal of an organization.*“ (Překlad: „Tvorba hodnoty je primárním cílem organizace.“, Raynus, 2011).

Jinou hodnotu má prosperující podnik pro vlastníky, akcionáře a jinou pro zaměstnance, jejich rodiny – odlišné pojetí vyjadřuje koncepce shareholder/stakeholder value (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Podnik se neustále mění, aby mohl splnit různá očekávání mnoha zaujatých stran (Raynus, 2011).

Ukazatel, který podnik, respektive jeho výkon a hodnotu, hodnotí z pohledu obou stran, je ukazatel EVA – ekonomická přidaná hodnota. Faktor, který je určující pro tvorbu hodnoty, se nazývá spread. Neumaierová, Neumaier (2002) upozorňují na skutečnost, že vzhledem k tomu, že EVA je absolutní veličinou, není příliš vhodné ji použít pro srovnání výkonnosti firem. Vhodnější je vztáhnout hodnotu ukazatele k výši vlastního kapitálu, tedy porovnat hodnoty spreadu.

Spread jako kritérium tvorby hodnoty lze získat za pomoci analýzy INFA, a konkrétní hodnota spreadu bude vypočtena a vyhodnocena v praktické části.

4.1 Ekonomická přidaná hodnota EVA

Koncept ukazatele EVA vznikl v poradenské firmě Stern, Stewart & Co. v roce 1991 se záměrem jej používat jako nástroj k řízení a oceňování podniků (Mařík, Maříková, 2005).

EVA představuje koncept analýzy faktorů přinášející hodnotu pro akcionáře (shareholder value) i pro ostatní zainteresované skupiny (stakeholder value) (Synek, 2009).

Tvorba hodnoty pro akcionáře, kde je hlavní snahou maximalizace přínosu pro akcionáře, v praxi znamená poskytovat dividendy a zvyšovat hodnotu akcie na trhu. Tato strategie je výhodná i pro podnik – vysoká hodnota pro akcionáře umožní snížit náklady na nově získávaný kapitál (Mařík, Maříková, 2005).

Ideou ukazatele EVA je myšlenka, že výnos podniku musí pokrýt náklady na cizí kapitál ve formě úroků i náklady na vlastní kapitál. Koncepce účetního zisku totiž

považuje vlastní kapitál za bezplatný a do nákladů nejsou položky, které by odpovídaly nákladům na vlastní kapitál, započítávány. EVA takové náklady zohledňuje, jsou odečítány z účetního zisku ve formě oportunitních nákladů. Výsledkem tohoto postupu je reziduum výnosů, které jsou oproštěny od veškerých nákladů vlastního i cizího kapitálu.

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty vyjadřuje jedním číslem cíle podniku uplatňující Value Based Management. Na základě ukazatele EVA lze vytvořit systém řízení zaměřený zejména na analýzu faktorů přinášející hodnotu pro akcionáře (shareholder value) i pro ostatní zainteresované skupiny (stakeholder value). Jde tedy o to, rozlišovat účetní a ekonomický zisk, který bývá nazýván nadziskem, a toho podnik dosáhne, oddělí-li kromě obvyklých nákladů i náklady kapitálu (Synek, 2009).

Ukazatel EVA lze vypočítat:

$$EVA = \text{ROE} - r_e \times VK$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XVIII.)

kde VK vlastní kapitál

r_e alternativní náklad na vlastní kapitál

přičemž $VK \times r_e$ výše nákladů na vlastní kapitál v absolutním (Neumaierová, Neumaier, 2002

Neumaierová, Neumaier (2002) uvádí vzorec, modifikaci EVA, který je vhodnější použít pro analýzu tvorby hodnoty – spread.

$$\frac{EVA}{VK} = \frac{\text{ROE} - r_e \times VK}{VK} = \text{ROE} - r_e$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier (2002) (XIX.)

4. 2 Metody získání hodnoty alternativního nákladu na kapitál

Klíčem k úspěšné identifikaci, zda podnik tvoří či netvoří hodnotu, je určení spreadu, který je rozdílem ROE a r_e a je jednoduchým indikátorem tvorby hodnoty. I

když je ukazatel spread vhodný pro hodnocení výkonnosti, bývá obtížné určit správnou hodnotu r_e , tedy alternativního nákladu na vlastní kapitál. Lze použít dvě metody, metodu CAPM a metodu stavebnicového modelu, který bude využit v praktické části této práce.

4. 2. 1 Metoda CAPM pro ur ení náklad na vlastní kapitál

Model představuje vzorec, pomocí kterého lze odhadnout náklady na vlastní kapitál.

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Zdroj: Kislingerová, 2004

(XX.)

kde

r_e náklady na vlastní kapitál

r_f bezriziková výnosová míra

β koeficient beta vyjadřující míru specifického tržního rizika

$r_m - r_f$ prémie za systematické tržní riziko (Kislingerová, 2004)

Kislingerová, Neumaierová (2000) dodávají, že model CAPM je vyspělými trhy nejvíce používán.

4. 2. 2 Stavebnicový způsob ur ení náklad na vlastní kapitál

Kislingerová (2004) označuje jako východisko stavebnicového způsobu stanovování r_e aktuální výnosnost bezrizikových cenných papírů (státní dluhopisy). Na základě expertního odhadu se připočítávají přírážky za různé druhy rizika.

Marek (2009) definuje riziko jako nebezpečí, že se výsledky budou lišit od očekávaných výsledků, a to v pozitivním i negativním směru.

Určit, která rizika mají na podnik vliv, bývá obtížné. Tato rizika je potřeba určit na základě vnímání rizika trhem, jde o rizika, na která trh reaguje a určení jejich vlivu. Trh reaguje zejména na dvě rizika:

- Likvidnost akcií: tzv. rizikovou přírážku (prémii za riziko), tedy vyšší riziko, trh přiřazuje menším firmám, jejichž akcie jsou méně likvidní než akcie velkých firem. Akcie malých a středních firem jsou znevýhodněny skutečností, že jejich majitelé mohou čekat déle na akceptovatelnou nabídku ke zpeněžení akcií.
- Tvorba hodnoty: větší riziko je u firem, které netvoří hodnotu, tzn. jejich tržní hodnota je menší než účetní hodnota (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Tento postup, výnosnost bezrizikového aktiva a ohodnocení rizika – prémie za riziko, lze znázornit následovně:

$$r_{\square} = r_{\square} + PR$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXI.)

kde r_f výnosnost bezrizikového aktiva, např. státní dluhopisy
 PR prémie za riziko

Prémii za riziko lze dále rozložit.

$$PR = r_{\square\square} + r_{\square}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXII.)

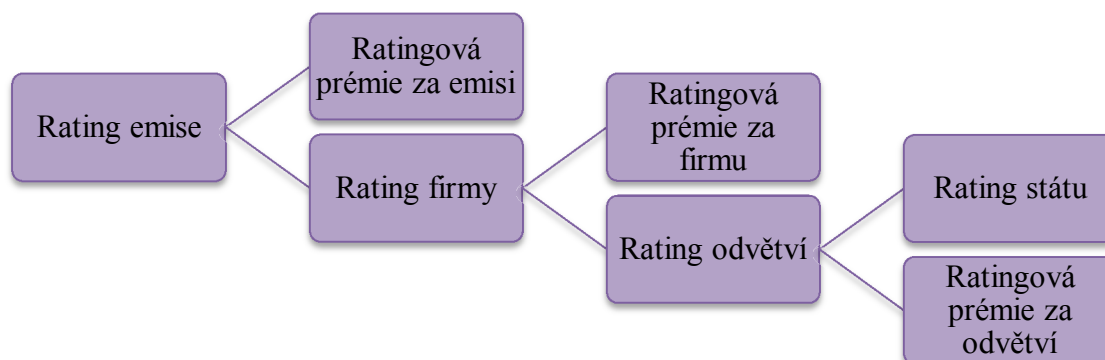
kde r_{LA} riziková přírážka za nižší likvidnost akcie na trhu
 r_p riziková přírážka za neperspektivnost firmy

Perspektivnost, respektive neperspektivnost podniku, tedy r_p se dá hodnotit na základě principu ratingové agentury. Jedná se o hodnocení z pohledu věřitele, který je zaměřen na schopnost podniku dostát svým závazkům. Analýza se skládá z několika částí:

- Určení ratingu státu, jež je limitující horní hranicí ratingu
- Analýza odvětví, které poskytuje rámec pro hodnocení perspektivy do budoucna
- Analýza firmy, hodnotí se riziko firmy, specifika oproti odvětví
- Hodnocení emise

Tento postup lze znázornit schématem 9:

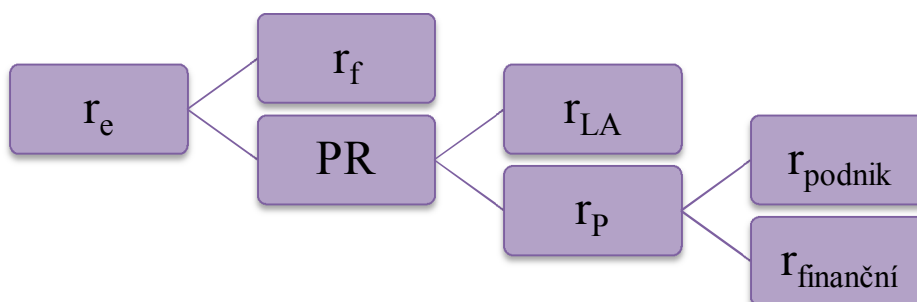
SCHÉMA 9: POSTUP PŘI ZÍSKÁNÍ RATINGU EMISE



Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

Celý postup získání alternativního nákladu na vlastní kapitál r_e , lze shrnout schématem 10.

SCHÉMA 10: POSTUP ZÍSKÁNÍ ALTERNATIVNÍHO NÁKLADU NA VLASTNÍ KAPITÁL R_E ,



Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

kde $r_{\text{finanční}}$ riziková přírážka za finanční riziko

r_{podnik} riziková přírážka za obchodní, podnikatelské riziko

Výsledný vzorec k získání r_e podle stavebnicové metody je zpřehledněn vzorcem XXIII.

$$r_e = r_f + PR = r_f + r_{LA} + r_P = r_f + r_{LA} + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finanční}}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

(XXIII.)

4.3 Růst hodnoty

Ekonomické teorie tvrdí, že jednotlivec se snaží maximalizovat svůj užitek. V kontextu investice do firmy se jedná o růst její hodnoty, myšleno jak hodnoty podniku jako celku, tak hodnoty akcie či výkonu (Burton, DeMong, 1988).

Podnik může aplikovat několik strategií reinvestování zisku a růstu. Podle konkrétní strategie se liší hodnota akcie, v návaznosti na ní tzv. PVGO, čímž se označují souhrnně růstové příležitosti a hodnota investice. PVGO je současná hodnota růstových příležitostí na akcii.

1. Podnik, který nereinvestuje zisk, v důsledku nehořlavosti

Za předpokladu, že podnik neroste, nevrací zisk zpět do podniku, ale vyplácí jej formou dividendy každý rok, lze ohodnotit hodnotu akcie podle vzorce XXIV.

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_0} = \frac{EPS_1}{r_0}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXIV.)

kde P_0 hodnota akcie

EPS_1 čistý zisk na akcii očekávaný v příštím roce

Takový podnik vyplácí celý zisk formou dividend, takže se dividendy rovnají čistému zisku. PVGO, tedy růstové příležitosti na akcii, jsou nulové, což se mohlo stát firmě, která neaktivovala ani část zisku nebo firmě, která dosáhla nulové hodnoty čisté současné hodnoty reinvestovaného zisku. Nulové PVGO způsobuje i nulovou hodnotu investice.

2. Podnik, který aktivuje část zisku a roste konstantním tempem g

Pokud podnik roste konstantním tempem g, znamená to, že je část zisku investována zpět do podniku a část je vyplácena formou dividend. Hodnotu akcie lze rozdělit na dvě části, jednu, která by odpovídala první variantě, tedy žádnému růstu, a druhou část, která je charakterizována růstem podniku.

$$P_0 = \frac{EPS_0}{r_0} + PVGO$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXV.)

kde PVGO současná hodnota růstových příležitostí na akcii

Pro podnik, který bude investovat v každém roce určitým tempem g , platí, že PVGO se skládá z:

$$PVGO = \frac{NPV_0}{r_0 - g}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXVI.)

kde NPV_0 čistá současná hodnota investice na akcii

g tempo růstu investice NPV

Čistá současná hodnota investice na akcii se dá konkretizovat:

$$NPV_0 = -I_0 + \frac{EPS_0 \times I_0}{r_0}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXVII.)

kde I_R hodnota reinvestice, tedy aktivovaného zisku na akcii

EPS_1/I_R výnosnost investice

$$\frac{\frac{EPS_1 \times I_0}{r_0}}{I_0}$$

vnitřní hodnota investice na akcii P_1

3. Podnik, který aktivuje část zisku pouze první rok

Pro podnik, který reinvestuje pouze v prvním roce, platí:

$$PVGO = \frac{NPV_0}{(1 + r_0)}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXVIII.)

Hodnota akcie lze ohodnotit:

$$P_{\text{a}} = \frac{\text{EPS}_{\text{a}}}{r_{\text{a}}} + \frac{\text{NPV}_{\text{a}}}{(1 + r_{\text{a}})}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXIX.)

4. Podnik, který investuje kařldoro n stejn

Tomuto podniku bude přicházet NPV v dalších letech.

$$\text{PVGO} = \frac{\text{NPV}_{\text{a}}}{r_{\text{a}}}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXX.)

Cenu akcie lze určit pomocí vzorce XXXI.

$$P_{\text{a}} = \frac{\text{EPS}_{\text{a}}}{r_{\text{a}}} + \frac{\text{NPV}_{\text{a}}}{r_{\text{a}}}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXXI.)

Autoři tvrdí, že pomocí čisté současné hodnoty lze změřit výkonnost firmy. Proto je potřeba změřit kupní cenu akcie s její vnitřní hodnotou. Čistou současnou hodnotu lze vyjádřit jako součet čisté současné hodnoty akcie bez růstu a hodnoty růstových příležitostí akcie:

$$\text{NPV}_{\text{a}} = \frac{\text{EPS}_{\text{a}}}{r_{\text{a}}} - \text{BV} + \text{PVGO}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXXII.)

kde BV vlastní kapitál na akcii

$\frac{\text{EPS}_{\text{a}}}{r_{\text{a}}} - \text{BV}$ čistá současná hodnota akcie bez růstu

Zde je definován rozdíl mezi krátkodobou a dlouhodobou výkonností podniku. Hodnota firmy bez růstu a budoucího vývoje je chápána jako krátkodobý pohled. Dlouhodobý pohled je chápán jako kladná čistá současná hodnota, která je ale tvořena jen za předpokladu, že výnosnost podniku je větší než výnosnost z alternativních

investic. Vzorec tak propojuje oba pohledy dohromady. Pokud se tento vzorec navíc vynásobí počtem akcií, získáme tvar platný pro všechny akcie:

$$NPV = \frac{\check{C}Z_1}{r_1} - VK + PVGO'$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXXIII.)

kde	NPV	současná hodnota všech akcií
	$\check{C}Z_1$	čistý zisk očekávaný v příštím roce
	PVGO'	současná hodnota růstových příležitostí všech akcií (celého VK)

Úpravou tohoto vzorce získáme tvar:

$$NPV = \frac{\frac{\check{C}Z_1}{VK} - r_1 \times VK}{r_1} + PVGO'$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXXIV.)

Toto vyjádření je důležité z hlediska oddělení ukazatele ROE, který je představován zlomkem zisku a vlastního kapitálu. ROE je používán při hodnocení výkonnosti a je porovnáván s výnosností alternativní investice. Pouze v případě, že je ROE podniku větší než konkurenční výnosnost, tvoří podnik pro své investory hodnotu, přičemž je požadován maximální rozdíl. Vlastníci požadují, aby:

$$\frac{\check{C}_1}{VK_1} > r_1$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXXV.)

Je tak vyjádřen pohled akcionáře, který kromě kladného výsledku hospodaření požaduje i odpovídající ohodnocení podle výše podstoupeného rizika. Úspěšný je podnik, který dosáhne hodnoty ROE větší či alespoň rovno nákladům na vlastní kapitál (Mařík, Maříková, 2005).

Rozdíl ROE a r_e je označován jako spread a vlastníci požadují, aby:

$ROE - r_e > 0$ pak podnik tvoří hodnotu

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

(XXXVI.)

Sedláček (2009) shrnuje tyto požadavky tabulkou.

TABULKA 2: KRITÉRIA TVORBY HODNOTY A VÝSLEDNÉ OHODNOCENÍ PODNIKU

Výsledek podniku	Ohodnocení
$ROE > r_e$	Podnik tvoří hodnotu
$r_e < ROE > r_f$	Podnik netvoří hodnotu, ale hodnota ROE převyšuje bezrizikovou sazbu r_f
$r_f < ROE > 0$	Podnik netvoří hodnotu, ale dosahuje kladné hodnoty ROE
$ROE > 0$	Ztrátový podnik, výnosnost vlastního kapitálu je záporná

Zdroj: Sedláček, 2009

Hodnota spreadu je vhodná k poměrování mezi podniky, protože představuje výnosnost kapitálu upravený o riziko (Mařík, Maříková, 2005).

5. *Nástroje pro zvýšení výkonnosti podniku*

Zvyšování výkonnosti lze dosáhnout pomocí uvedení podnikových hodnot do časového rámce, porovnání s ostatními podniky a využitím pokročilejších metod analýzy (bankrotní a bonitní modely, model INFA).

5. 1 *Bankrotní a bonitní ukazatele*

Komplexnějším pojetím hodnocení výkonnosti jsou bankrotní a bonitní ukazatele. Vznikly snahou vypátrat ukazatele, které jsou nejvýznamnější pro hodnocení výkonnosti a určení pravděpodobnosti bankrotu nebo naopak prosperity firmy. Slouží pro rychlou orientaci investorů a věřitelů tím, že roztřídí podnik do skupin podle jeho výsledků (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Modely se snaží popsat současnou situaci a využívají k tomu sestavenou funkci, která využívá několik ukazatelů či případně ještě vah ukazatele. Bankrotní modely určují hodnotu, která značí, zda je podnik ohrožen finanční tísni či bankrotem. Oproti tomu bonitní modely umožňují ohodnotit podnik z hlediska jeho prosperity (Holečková, 2008).

Modely se dají rozdělit na jednorozměrné a vícerozměrné. Jednorozměrné modely se zabývají řadou jednotlivých ukazatelů, které se vyhodnocují samostatně a jejich výpočet je dostačující pro rozlišení podniků prosperujících a v tísni. Vícerozměrné modely se skládají z více ukazatelů, které jsou navíc opatřeny vahami významnosti v modelu (Marek, 2009).

Výsledkem modelů je koeficient, na základě kterého lze usoudit, v jaké situaci se podnik nachází (Grünwald, Holečková, 2009).

Bankrotní modely

Predikční bankrotní modely vycházejí z poznatku, že podnik projevuje symptomy budoucího úpadku dopředu, dochází k odchýlkám některých ukazatelů (Synek, 2009).

Bankrotní modely jsou určeny především věřitelům, kteří tak zjišťují schopnost podniku dostát svým závazkům (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Podniky, které se nachází ve finanční tísní, nejsou schopné dostát svým splatným závazkům či hodnota závazků převyšuje hodnotu aktiv (Marek, 2009).

Zánik podniku hrozí z několika finančních důvodů:

- z důvodů platební neschopnosti
- kvůli předlužení

Bankrotní modely nabývají podobu soustavy poměrových ukazatelů, kterým jsou přiřazeny váhy. Vážený součet udává hodnotu, která se stává základem pro hodnocení náchylnosti k finanční tísní a úpadku (Grünwald, Holečková, 2009).

Bonitní modely

Bonitní modely vznikly, protože mnoha uživatelům nestačilo varování před bankrotem, finanční tísní. Jejich princip je stejný jako u bankrotních modelů, na základě vybraných ukazatelů a jejich vah, je podnik ohodnocen výsledným koeficientem, na jehož základě se ohodnotí jeho finanční situace (Grünwald, Holečková, 2009).

Grünwald, Holečková (2009) přibližují, co bonita představuje: *š Úrove bonity dluhníka je o ekávaná míra schopnosti uspokojovat v budoucnosti nároky v ítel : uhrazovat závazky vyplývající z dluhové slufby.õ*

IN95 ó index d v ryhodnosti

Tento model byl zpracován Inkou a Ivanem Neumaierovými na základě výsledků 1000 českých podniků z roku 1994 pro 25 odvětví české ekonomiky. Model je modelem věřitelským, respektuje nároky věřitelů na oblast likvidity, zároveň ale respektuje oblast podnikání, v níž podnik pracuje, a pro které byly stanoveny váhy (Holečková, 2008).

Protože model odráží pohled věřitele, proto je označován jako index důvěryhodnosti nebo jako věřitelský index (Sedláček, 2009).

V modelu se objevují ukazatele, které autoři považují za nejvýznamnější na základě toho, že se objevují v ostatních modelech a indikátorech. Podle roku vzniku je označen číslovkou 95. Index je opatřen vahami určenými přímo pro Českou republiku a

jsou stanoveny jako podíl významnosti ukazatele podle četnosti výskytu daného ukazatele a jeho odvětvové hodnoty z údajů roku 1994 (Neumaierová, Neumaier, 2002).

$$IN95 = 0,22 \times \frac{A}{CZ} + 0,11 \times \frac{EBIT}{Ú} + 8,33 \times \frac{EBIT}{A} + 0,52 \times \frac{VÝN}{A} + 0,10 \times \frac{OA}{KZ + KBÚ} - 16,8 \times \frac{ZPL}{VÝN}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002 (XXXVII.)

kde	Ú	nákladové úroky
	VÝN	výnosy
	KZ	krátkodobé závazky
	KBÚ	krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci
	ZPL	závazky po lhůtě splatnosti

Autoři dále určili váhu každého z ukazatelů IN95 pro jednotlivé odvětví dle OKEČ. Vzhledem k oboru činnosti podniku, na který je zpracována praktická část, zde uvedu pouze váhy týkající se jeho odvětví.

TABULKA 3: VÁHY MODELU IN 95 PRO ODVĚTVÍ E DLE OKEČ

Váha ukazatele	A/CZ	EBIT/A	VÝN/A	ZPL/VÝN
Odvětví E – elektřina, voda, plyn	0,15	4,61	0,72	-55,89

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

Výsledný index, vypočtený podle vzorce, je ohodnocen dle tabulky 3.

TABULKA 4: VYHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ IN95

Hodnota IN 95	Hodnocení
IN95 > 2	Podnik je schopen bezproblémově hradit své závazky
1 < IN95 < 2	Šedá zóna, podniky jsou rizikové a mohou nastat problémy s hrazením závazků
IN95 < 1	Podnik nemá dostatečnou schopnost plnit své závazky

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

IN99

Neumaierovi vytvořili další index, který odráží pohled vlastníka, a zejména reflektuje schopnost nakládat s investovanými prostředky (Holečková, 2008).

Analýza podniků umožnila identifikovat dvě skupiny podniků, které se lišily podle toho, zda jsou schopny generovat kladnou hodnotu ukazatele EVA. Výběr ukazatelů probíhal s ohledem na jejich význam při tvorbě ekonomického zisku, tedy byly vybrány ukazatele nejlépe vystihující rozdíl mezi oběma skupinami podniků a podle významnosti ukazatelů byly určeny i váhy v modelu. Podle roku vzniku je nazván IN99 (Neumaierová, Neumaier, 2002).

$$IN99 = -0,017 \times \frac{A}{CZ} + 4,573 \times \frac{EBIT}{A} + 0,481 \times \frac{VÝN}{A} + 0,015 \times \frac{OA}{KZ + KBÚ}$$

Zdroj: Neumaierová., Neumaier, 2002

(XXXVIII.)

Výsledná hodnota indexu je porovnávána dle tabulky 4.

TABULKA 5: VYHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ IN99

Hodnota IN 99	Hodnocení
$IN99 > 2,07$	Podnik produkuje kladnou hodnotu ekonomického zisku
$0,684 < IN99 < 2,07$	Šedá zóna, situace není jednoznačná, signalizace problémů
$1,420 < IN99 < 2,07$	Situace v podniku není tak špatná
$1,089 < IN99 < 1,420$	Situace je nerozhodná
$0,684 < IN99 < 1,089$	V podniku převažují nevýhody
$IN99 < 0,684$	Podnik nedosahuje ekonomického zisku

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

IN01

Autoři indexů IN ovšem zjistili, že potřebují postihnout další situace, které mohou nastat. Jedná se o podniky, které plní závazky, ale netvoří hodnotu, nebo naopak podniky, které generují hodnotu, ale nejsou schopny plnit závazky. Model IN01 spojuje modely IN95 a 99. Na základě tří skupin podniků: podniky tvořící hodnotu; podniky bankrotující nebo těsně před bankrotem a ostatní podniky, byl vytvořen model IN01 vhodný pro hodnocení průmyslu (Neumaierová, Neumaier, 2002).

$$IN01 = 0,13 \times \frac{A}{CZ} + 0,04 \times \frac{EBIT}{\bar{U}} + 3,92 \times \frac{EBIT}{A} + 0,21 \times \frac{V\acute{Y}N}{A} + 0,09 \times \frac{OA}{KZ + KB\acute{U}}$$

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

(XXXIX.)

Výsledek je porovnán s hodnotami v tabulce 5.

TABULKA 6: VYHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ IN01

Hodnota IN 01	Hodnocení
$IN01 > 1,77$	Podnik tvoří hodnotu
$0,75 < IN01 < 1,77$	Šedá zóna
$IN01 < 0,75$	Podnik spěje k bankrotu

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2002

Taffler v model

Model byl vyvinut v roce 1977 pro hodnocení britských společností. Autor vybral 4 ukazatele, které tvořily největší rozdíl mezi prosperujícími a bankrotujícími podniky (Holečková, 2008).

$$ZT_{Z\bar{Z}} = 0,53 \times \frac{ZD}{KD} + 0,13 \times \frac{OA}{CZ} + 0,18 \times \frac{KD}{A} + 0,16 \times \frac{FM - KD}{PN}$$

Zdroj: Holečková, 2008

(XXXX.)

kde	ZD	zisk před zdaněním
	KD	krátkodobé dluhy (tzn. kr. závazky + kr. bankovní úvěry)
	FM	finanční majetek
	PN	provozní náklady

Modifikovaný Tafflerův model se liší v posledním ukazateli:

$$ZT_{Z\bar{Z}} = 0,53 \times \frac{ZD}{KD} + 0,13 \times \frac{OA}{CZ} + 0,18 \times \frac{KD}{A} + 0,16 \times \frac{T}{A}$$

Zdroj: Holečková, 2008

(XXXXI.)

Obě verze Tafflerova modelu se vyhodnocují podle tabulky 6.

TABULKA 7: VYHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ TAFFLEROVA MODELU

Model	Výsledek	Vyhodnocení
Tafflerův model	$ZT(z) < 0$	Velká pravděpodobnost bankrotu
	$ZT(z) > 0$	Malá pravděpodobnost bankrotu
Modifikovaný Tafflerův model	$ZT(z) < 0,2$	Velká pravděpodobnost bankrotu
	$ZT(z) > 0,3$	Malá pravděpodobnost bankrotu

Zdroj: Holečková, 2008

Kralicek v Quicktest

Model vznikl v roce 1990, jedná se o scoringový model určený k hodnocení nefinančních podniků (Grünwald, Holečková, 2009).

Model umožňuje rychle a s dobrou vypovídací schopností ohodnocení podniku. Využívá k tomu ukazatele, které reprezentují celý „informační potenciál“ podnikových výkazů. Zastává tak ukazatele z oblasti stability, likvidity, rentability a výsledku hospodaření (Sedláček, 2009)

TABULKA 8: UKAZATELÉ A HODNOCENÍ DLE KRALICEKOVA QUICKTESTU

Ukazatel	Konstrukce ukazatele	Vyhodnocení	Počet bodů
R1	<u>Vlastní kapitál</u> aktiva	0,3 a více	4
		0,2 – 0,3	3
		0,1 – 0,2	2
		0,0 – 0,1	1
		0, 1 a méně	0
R2	<u>Dluhy – krátkodobý finanční majetek</u> Nezdaněný cash flow	3 a méně	4
		3 – 5	3
		5 – 12	2
		12 – 30	1
		30 a více	0
R3	<u>Zisk před úroky a zdaněním</u> aktiva	0,15 a více	4
		0,12 – 0,15	3
		0,08 – 0,12	2
		0,00 – 0,08	1
		0,00 a méně	0
R4	<u>Nezdaněný cash flow</u> Provozní výsledky	0,1 a více	4
		0,08 – 0,1	3
		0,05 – 0,08	2
		0,00 – 0,05	1
		0,00 a méně	0

Zdroj: Grünwald, Holečková, 2009

Autoři doporučují vypočíst nezdaněný cash flow použitý v ukazateli R4:

- nezdaněný cash flow = zisk po zdanění + daň z příjmů + odpisy (Grünwald, Holečková, 2009).

Po ohodnocení jednotlivých hodnot ukazatelů, je potřeba vypočítat průměr bodů.

$$\text{Výsledek (počet bodů)} = \frac{R1 + R2 + R3 + R4}{4}$$

Zdroj: Grünwald, Holečková, 2009

(XXXXII.)

Na základě průměru bodů lze ohodnotit podnik. Má-li:

- 3 a více bodů – jedná se o velmi dobrý podnik
- 1 a méně bodů – jedná se o špatný podnik (Grünwald, Holečková, 2009).

5. 2 Další metody zvyšování výkonnosti

Kromě bankrotních a bonitních modelů lze využít dalších metod jak zvyšovat podnikovou výkonnost. Mimo zmíněné poměrové ukazatele a jejich vývoj v čase, lze využít dat z Českého statistického úřadu a pomocí benchmarking porovnat ukazatele rentability. Dále se jedná o model INFA, který byl vysvětlen v kapitole 2.

Praktická část

Metodika a cíl práce

Cíl práce

Tématem práce je krátkodobá a dlouhodobá výkonnost podniku. Cílem je vhodným způsobem stanovit a vysvětlit způsob hodnocení výkonnosti a identifikovat rozdíly mezi měřením výkonnosti v krátkém a dlouhém časovém horizontu. Podstatou je vytvořit cílený rámec pro hodnocení výkonu. V praktické části je záměrem uplatnit vysvětlené metody na vybraný podnik, adekvátně a přehledně zpřístupnit čtenáři zpracovaná data. Na základě dílčích výsledků dedukovat komplexní vyhodnocení situace podniku, zhodnotit posun v čase tak, aby bylo možné představit případné doporučení korekce a změn, které by vedly ke zlepšení hodnot sledovaných ukazatelů.

Metodika

Data potřebná pro výpočty jednotlivých ukazatelů a analýz byla získána z výročních zpráv společnosti, které zveřejňuje každoročně. Výroční zprávy jsou veřejně přístupné na internetových stránkách firmy. Vzorce byly získány z odborné literatury a jsou vysvětleny v literární rešerši spolu s příslušným odkazem na autora.

Přehled absolutních ukazatelů

Následuje přehled absolutních ukazatelů, které jsou potřeba pro výpočet jednotlivých ukazatelů a metod. Pro výkaz zisku a ztráty je použita zkratka VZZ.

TABULKA 9: PŘEHLED ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ

Ukazatel	Zkratka	Zdroj
Aktiva	A	Rozvaha společnosti
Oběžný majetek	OA	Rozvaha společnosti
Vlastní kapitál	VK	Rozvaha společnosti
Krátkodobé závazky	KZ, KD	Rozvaha společnosti
Krátkodobé bankovní úvěry	KBÚ	Rozvaha společnosti

Dlouhodobé závazky	-	Rozvaha společnosti
(Celkové) Závazky, dluhy	-	Rozvaha společnosti
Nákladové úroky, Celkový úrok	Ú	VZZ společnosti
Tržby	T	VZZ společnosti
Výnosy	V	VZZ společnosti
Provozní výnosy	-	VZZ společnosti
Odpisy	-	VZZ společnosti
Zisk před úroky a zdaněním	EBIT	VZZ společnosti
Zisk před zdaněním	EBT	VZZ společnosti
Čistý zisk (pro akcionáře), Zisk po zdanění	EAT, ČZ, ZD	VZZ společnosti
Počet akcií	-	Výroční zprávy společnosti
Dividenda na akcii	-	Výroční zprávy společnosti
Daňová sazba	-	Výroční zprávy společnosti
Nezdaněný cash flow	-	= EAT + odpisy

Zdroj: Autor

Metodika výpočtu použitých základních metod

TABULKA 10: PŘEHLED METODIKY VÝPOČTU ZÁKLADNÍCH METOD

Metoda	Výpočet
Absolutní změna	hodnota _t – hodnota _{t-1}
Procentní změna	$\frac{\text{absolutní změna}}{\text{hodnota}_{t-1}} * 100$

Zdroj: Autor

Metodika výpočet poměrových ukazatelů

TABULKA 11: PŘEHLED METODIKY VÝPOČTU POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

Ukazatel	Zkratka	Výpočet
Rentabilita aktiv I.	ROA	$\frac{\text{Zisk před úroky a zdaněním EBIT}}{\text{aktiva}} * 100$
Rentabilita aktiv II.	-	$\frac{\text{Zisk po zdanění EAT}}{\text{aktiva}} * 100$
Rentabilita kapitálu investorů	ROIC	$\frac{\text{EBIT} * (1 - \text{daňová sazba})}{\text{Vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé dluhy}}$
Rentabilita vlastního kapitálu	ROE	$\frac{\text{Zisk po zdanění EAT}}{\text{Vlastní kapitál}} * 100$
Rentabilita tržeb I.: provozní zisková marže	ROS I.	$\frac{\text{Zisk před úroky a zdaněním EBIT}}{\text{Tržby}} * 100$
Rentabilita tržeb II.: čistá zisková marže	ROS II.	$\frac{\text{Zisk po zdanění EAT}}{\text{tržby}} * 100$
Obrat celkových aktiv	-	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$
Ukazatel věřitelského rizika	-	$\frac{\text{Celkové závazky}}{\text{Celková aktiva}}$
Úrokové krytí	-	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Celkový úrok}}$
Čistý zisk na akcii	EPS	$\frac{\text{Čistý zisk pro akcionáře}}{\text{Počet akcií}}$
Výplatní poměr	-	$\frac{\text{Dividenda na akcii}}{\text{Zisk na akcii}}$
Aktivační poměr	-	1 – výplatní poměr
Míra růstu investovaného kapitálu investorů	g	$\text{ROE} * (1 - \text{dividenda na akcii})$ Zisk na akcii
Ziskový účinek finanční páky	-	$\frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} * \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}$
Index finanční páky	-	$\frac{\text{ROE}}{\text{ROA}}$

Zdroj: Autor

Metodika rozkladu ukazatel rentability

TABULKA 12: PŘEHLED METODIKY ROZKLADŮ UKAZATELŮ RENTABILITY

Vrcholový ukazatel	Výpočet vrcholového ukazatele	Dílčí ukazatel	Výpočet dílčího ukazatele
Rentabilita aktiv	$\frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Aktiva}}$	Rentabilita tržeb	$\frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}}$
		Obrat aktiv	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$
Rentabilita vlastního kapitálu	$\frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$	Rentabilita tržeb	$\frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}}$
		Obrat aktiv	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$
		Finanční páka	$\frac{\text{Aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}}$
Rentabilita vlastního kapitálu	$\frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$	Ziskové rozpětí	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Tržby}}$
		Úroková redukce zisku	$\frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}}$
		Daňová redukce zisku	$\frac{\text{EAT}}{\text{EBT}}$
		Obrat aktiv	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$
		Finanční páka	$\frac{\text{Aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}}$

Zdroj: Autor

Metodika výpočtu v hodnotovém měření

TABULKA 13: PŘEHLED METODIKY UKAZATELŮ HODNOTOVÉHO MĚŘENÍ

Ukazatel	Zkratka	Výpočet	
Ekonomická přidaná hodnota	EVA	$EVA = (ROE - r_e) \times VK$	
Dílčí ukazatele	r_e	$r_e =$ alternativní náklady na vlastní kapitál	
Spread	-	$\frac{EVA}{VK} = \frac{(ROE - r_e) \times VK}{VK} = ROE - r_e$	
Alternativní náklad na vlastní kapitál	r_e	$r_e = r_f + PR$	
Dílčí ukazatele		$r_f =$ výnosnost bezrizikového aktiva $PR =$ prémie za riziko	
Prémie za riziko	PR	$PR = r_{LA} + r_p$	
Dílčí ukazatele		$r_{LA} =$ riziková přírážka za nižší likvidnost akcie na trhu $r_p =$ riziková přírážka za neperspektivnost firmy	
Podrobný výpočet r_e	r_e	$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{finanční}$	
Dílčí ukazatele		$r_{podnik} =$ riziková přírážka za podnikatelské riziko $r_{finanční} =$ riziková přírážka za finanční riziko	
Požadavek na r_e	-	$\frac{Č}{2} > r_e$	
Podmínky tvorby hodnoty	-	$ROE - r_e > 0$	
Rozklad r_e	r_f		
	PR	r_{LA}	
		r_p	r_{podnik}
			$r_{finanční}$

Zdroj: Autor

Metodika výpočtu bankrotních a bonitních modelů

TABULKA 14: PŘEHLED METODIKY BANKROTNÍCH A BONITNÍCH MODELŮ

Model	Vzorec výpočtu			
	$\text{IN95} = 0,22 \times \frac{A}{CZ} + 0,11 \times \frac{\text{EBIT}}{Ú} + 8,33 \times \frac{\text{EBIT}}{A} + 0,52 \times \frac{VÝN}{A} +$ $0,10 \times \frac{OA}{KZ + KBÚ} - 16,8 \times \frac{ZPL}{VÝN}$			
	<p>IN95 (váhy pro odvětví E)</p> $= 0,15 \times \frac{A}{CZ} + 0,11 \times \frac{\text{EBIT}}{Ú} + 4,61 \times \frac{\text{EBIT}}{A} + 0,72 \times \frac{VÝN}{A} +$ $0,10 \times \frac{OA}{KZ + KBÚ} - 55,89 \times \frac{ZPL}{VÝN}$			
	$\text{IN99} = -0,017 \times \frac{A}{CZ} + 4,573 \times \frac{\text{EBIT}}{A} + 0,481 \times \frac{VÝN}{A} + 0,015 \times \frac{OA}{KZ + KBÚ}$			
	$\text{IN01} = 0,13 \times \frac{A}{CZ} + 0,04 \times \frac{\text{EBIT}}{Ú} + 3,92 \times \frac{\text{EBIT}}{A} + 0,21 \times \frac{VÝN}{A} + 0,09 \times \frac{OA}{KZ + KBÚ}$			
	<p>Tafflerův model ZT_Z =</p> $0,53 \times \frac{ZD}{KD} + 0,13 \times \frac{OA}{CZ} + 0,18 \times \frac{KD}{A} + 0,16 \times \frac{T}{A}$			
Kralicekův Quicktest	Ukazatel 1	Ukazatel 2	Ukazatel 3	Ukazatel 4
	$\frac{VK}{A}$	$\frac{\text{Dluhy} - \text{KFM}}{\text{Nezdaněný cash flow}}$	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}}$	$\frac{\text{Nezdaněný cash flow}}{\text{Provozní výsledky}}$

Zdroj: Autor

6. Charakteristika zvoleného podniku z hlediska vývoje hlavních ekonomických ukazatel

6. 1 P edstavení spole nosti

6. 1. 1 Charakteristika podniku

Společnost ČEZ, a.s., kterou jsem zvolila pro praktickou část své diplomové práce, je mateřskou společností rozsáhlé skupiny firem – Skupiny ČEZ, jejíž aktivity zahrnují různé obory činností od těžby surovin, přes výrobu, distribuci a obchod s elektřinou a plynem až po oblast telekomunikací a informatiky. ČEZ je největším energetickým uskupením nejen v České republice, ale i v rámci celé střední a jihovýchodní Evropy. Informace, kterými je podnik představen, byly načerpány z webových stránek podniku (www.cez.cz).

Název podniku ČEZ je složeninou prvních písmen původního názvu státního podniku České energetické závody, ze kterého byla společnost 6. 5. 1992 transformována. Jediným zakladatelem se stal Fond národního majetku České republiky. V současné době prochází vývojem, při kterém se musí potýkat s klesajícími cenami silové elektrické energie, která je jejím hlavním výrobním produktem. Společnost ČEZ provozuje v České republice jaderné, uhelné, větrné, vodní a solární elektrárny (www.cez.cz).

Podle návrhu aktualizace státní energetické koncepce je v České republice plánován postupný přechod ze zdrojového mixu primárních zdrojů energie orientovaného zejména na uhlí, k diverzifikovanému portfoliu zdrojů s vyšším podílem jaderné energie. Konkrétně je plánováno utlumení neefektivních uhelných zdrojů, zejména hnědouhelných, a zároveň udržení obou jaderných elektráren v provozu až do roku 2040 včetně případné výstavby až tří nových jaderných zdrojů o instalovaném výkonu až 3600MW. Zároveň je předpokládán další růst podílu obnovitelných zdrojů, ale za předpokladu jejich ekonomické výhodnosti s co nejmenším dopadem do rozpočtu státu i jeho obyvatel (MPO: Návrh Aktualizace státní energetické koncepce).

Nicméně tyto plány jsou závislé na politické situaci v naší republice a pozitivním signálem pro investory bude schválení aktualizace energetické koncepce, které je klíčové pro stabilizaci energetického sektoru.

6. 1. 2 Základní údaje, vznik společnosti

Obchodní firma:	ČEZ, a. s.
Sídlo:	Praha 4, Duhová 2/1444, PSČ 140 53
Právní forma:	Akciová společnost
Zápis do Obchodního rejstříku:	6. května 1992
Identifikační číslo:	45274649

Základní kapitál společnosti zapsaný k 31. 12. 2013 v Obchodním rejstříku činil 53 798 975 900 Kč a skládá se z 537 989 759 kusů akcií v hodnotě 100 Kč. Základní kapitál je zcela splacen (Obchodní rejstřík: www.justice.cz).

ČEZ a. s. byl ohodnocen ratingovými agenturami:

- 16. 4. 2014 společností Standard & Poor's ohodnoceno známkou A- se stabilním výhledem
- 27. 3. 2014 společností Moody's ohodnoceno známkou A2 se negativním výhledem (www.cez.cz)

Dohled nad regulovanými činnostmi ČEZu (distribucí elektrické energie a prodejem tepla) vykonává Energetický regulační úřad, jehož úkolem je dohlížet nad celým energetickým průmyslem v České republice.

Státní správu a dozor nad jadernou bezpečností v provozu jaderných elektráren vykonává Státní úřad pro jadernou bezpečnost. Úřad, v jehož čele stojí předsedkyně Dana Drábová, má vlastní rozpočet a je přímo podřízen vládě ČR (Šimáková, 2012).

6. 1. 3 Podmínky činnosti

Mezi hlavní podnikatelské činnosti generující dominantní objem tržeb patří zejména výroba, nákup, distribuce a prodej elektrické energie. Mezi další významné oblasti lze zařadit dodávky tepla z kombinované výroby elektřiny a tepla, obchod se zemním plynem a nově také poskytování telekomunikačních služeb. Tyto sekundární

činnosti využívají zejména velkou zákaznickou základnu, kterou má ČEZ díky dodávkám elektřiny pro téměř 3,5 milionu odběrných míst. Všechny podnikatelské činnosti jsou vzájemně koordinovány pro maximalizaci synergického efektu. Strategickou výhodou se tak stává například možnost nabízet zákazníkům produktové balíčky kombinující různé komodity a obsluhu z jednoho místa ([ww.cez.cz](http://www.cez.cz)).

6. 1. 4 Vývoj společnosti

Historie samostatné společnosti ČEZ se začala psát v roce 1992. Jako první obchodní společnost v zemích střední a východní Evropy dostala půjčku od Světové banky ve výši 246 mil. USD. V 90. letech se ČEZ zaměřil na modernizaci vlastních elektráren a rozšiřování výrobního portfolia přebíráním podniků nebo jejich částí. Důležitým milníkem byla dostavba Jaderné elektrárny Temelín a její uvedení do provozu. Náročný investiční program byl financován vydáním několika emisí obligací včetně Eurobondů. Od roku 1994 začal být ČEZ oceňován credit-ratingovou agenturou Standard a Poor's, také jako první společnost ve střední a východní Evropě. První hodnocení BBB- se postupem času zvyšovalo až na dnešní A-. Strategickým krokem byl nákup a spojení regionálních energetických společností, které zajišťovaly většinový podíl distribuce elektrické energie v ČR (Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika) od státu v roce 2003. Dalším směrem expanze se staly trhy střední a východní Evropy. Skupina ČEZ postupně nakupuje aktiva na Slovensku, v Polsku, Bulharsku, Rumunsku a dalších státech. Dnes se Skupina ČEZ řadí k 10 největším energetickým uskupením v Evropě, a to jak z hlediska instalovaného výkonu, tak podle počtu zákazníků.

Z důvodů turbulentních změn na energetických trzích musela společnost ČEZ přehodnotit své strategické záměry. Základním směrem v krátkodobém horizontu je zachování hodnoty současných aktiv. Hlavními nástroji jsou optimalizace výrobního portfolia, konsolidace zahraničních aktivit a vnitřní efektivita a úspory.

Plány do budoucnosti ČEZu jsou rozmanité. V uhelných elektrárnách bude prováděn proces řízeného stárnutí. V oblasti jaderných elektráren se bude ČEZ soustředit na prodloužení provozu jaderné elektrárny Dukovany a rozvoj jaderné

elektrárny Temelín, s důrazem na zachování rázu bezpečného a spolehlivého provozu. Další orientace spočívá v možné výstavbě nových jaderných zdrojů v České republice.

V dlouhodobějším horizontu se společnost chce zaměřit na vytvoření nových obchodních příležitostí zejména v nastupujících energetických trendech, mezi které patří energetická decentralizace, energetické služby se zaměřením na zákazníka a čisté technologie.

Dále se bude samozřejmě pokračovat v orientaci vnímání společnosti veřejností, to znamená udržet dobrý mediální obraz skupiny ČEZ, například propagací technických studijních oborů na úrovni všech stupňů vzdělávání, nebo již několik let fungující Nadace ČEZ, a další filantropické projekty.

Tyto všechny činnosti by měly probíhat v souladu s cílem udržet si konkurenceschopnou pozici při vysoké úrovni bezpečnosti a spolehlivosti (www.cez.cz).

6. 1. 5 Provozované elektrárny

ČEZ je hlavním producentem elektrické energie v ČR, provozuje jaderné, uhelné, větrné, vodní a fotovoltaické elektrárny.

1. Jaderné elektrárny

Využití jaderné energie pro výrobu elektrické energie se stalo běžným v řadě vyspělých států naší planety. V EU pochází z jaderných zdrojů přibližně jedna třetina vyrobené elektrické energie. Výhody jaderných elektráren jsou vysoká koncentrace energie, nízká spotřeba paliva, nízké provozní náklady a velmi malá produkce skleníkových plynů. Nevýhodou je vznikající jaderný odpad, který je nutno zpracovávat a dlouhodobě skladovat. V dlouhodobém výhledu bude nejspíš podíl jaderné energie dále stoupat, je však potřeba udržovat bezpečnost těchto zdrojů na velmi vysoké úrovni. V České republice jsou v provozu dvě jaderné elektrárny – Jaderná elektrárna Dukovany a Jaderná elektrárna Temelín.

Společnost ČEZ, a. s. na svých internetových stránkách zveřejnila informaci, že zásoby z ekonomického pohledu dostupných jaderných paliv bez recyklace mohou vystačit na 85 let. V případě rychlých reaktorů až 2500 let. Další zdroj, zásoby lithia pro fúzní reaktory, by mohly vystačit na 46 milionů let.

2. Uhelné elektrárny

Uhelné elektrárny vyrábí v ČR téměř polovinu veškeré spotřebované elektrické energie. Z důvodu spalování velkých objemů hnědého či černého uhlí jsou elektrárny situovány poblíž nalezišť uhlí, tedy v severních a severozápadních Čechách. Skupina ČEZ provozuje uhelné elektrárny a teplárny v celkem 13 lokalitách v České republice.

V letech 1992-1998 proběhl v elektrárnách modernizační a odsiřovací program, dále probíhá zvyšování efektivity a ekologický provoz uhelných zdrojů, čímž se minimalizoval vliv elektráren na životní prostředí. V současné době probíhá další stupeň obnovy uhelných zdrojů, který je kombinací výměny zastaralých technologií za moderní, plánované výstavby nových tepelných hnědouhelných elektráren a řízeného definitivního ukončení provozu zastaralých bloků. Na tento další stupeň je počítáno s investičními náklady ve výši zhruba 100 miliard korun. Rozsah realizace programu v jednotlivých elektrárnách je závislý na zásobách uhlí v dané lokalitě. Díky těmto investicím je počítáno s životností obnovených elektráren na dalších 25 let. U nově postavených bloků je výhled jejich provozu na dalších 40 až 50 let.

Některé uhelné elektrárny: Dětmárovice, Hodonín, Mělník, Počerady, Pruněrov, Tušimice II.

3. Vodní elektrárny

Přestože v České republice nejsou příliš dobré podmínky pro budování velkých vodních energetických staveb, nachází se na našem území množství vodních elektráren. Celkový instalovaný výkon vodních elektráren provozovaných Skupinou ČEZ dosahuje téměř 2000 MW, výkonem jsou tedy ekvivalentem Jaderné elektrárny Temelín. Naše řeky však nemají dostatečný spád a zásoby vody, proto podíl na celkové výrobě elektřiny je nízký (přibližně 3%). Významnou rolí vodních elektráren je využívání jejich výkonů pro stabilizaci elektrické soustavy. Díky možnosti rychlého najetí a odstavení a díky akumulární schopnosti přečerpávacích elektráren, pomáhají s udržení bilance výroby a spotřeby v síti.

ČEZ, a. s. vlastní následující elektrárny:

- přečerpávací vodní elektrárny Dalešice, Dlouhé Stráně I, Štěchovice II

- akumulční a průtočné vodní elektrárny Lipno I, Orlík, Kamýk, Slapy, Štěchovice I, Vrané, Střekov
- malé vodní elektrárny s instalovaným výkonem menším než 10MW

4. Větrné elektrárny

Přestože energie větru byla na našem území využívána již ve 13. století ve větrných mlýnech, efektivnější využití větrných turbín spadá do začátku 20. století. Výroba moderních větrných elektráren pak začala koncem 80. let 20. století. Obecně se elektrárny staví ve větrných lokalitách v nadmořských výškách nad 600 metrů, technologie ale dnes umožňují výrobu i v nižších oblastech. Na našem území se však vhodná území nachází pouze v horských pásmech.

Koncem dubna 2013 (podle údajů Energetického regulačního úřadu) bylo instalováno v ČR zhruba 260 MW. Z toho je 8,1 MW provozováno ve dvou elektrárnách Skupiny ČEZ. Záměr Skupiny ČEZ je pokračovat v trendu a instalovat a provozovat další větrné elektrárny. Nyní jsou v provozu elektrárny Věžnice, Janov.

5. Sluneční (fotovoltaické) elektrárny

Získávání energie ze Slunce je v současné době v centru pozornosti výzkumů, protože využití energie slunečního záření patří k nejšetrnějším způsobům výroby elektřiny v souvislosti s ochranou životního prostředí. Podle odhadů sluneční výkon přesahuje 40-ti bilionkrát teoretickou spotřebu lidstva. Zatím však technologie dovoluje využít pouze neznatelnou část. Dopadající záření se ve čtvrtině odrazí zpět do vesmíru, zhruba pětina je pohlcena atmosférou a téměř polovina se přemění v teplo při dopadu na Zemi. Za současných podmínek lze z 1 čtverečního metru plochy získat maximálně 110 kWh ročně.

V České republice, díky své poloze, je výroba elektřiny využitím slunečních energetických systémů v porovnání s jinými zdroji, příliš drahá. Přesto první sluneční elektrárna v Mravenečniku byla instalována již v roce 1997 a v současné době je přesunuta k JE Dukovany. Po zavedení dotací na výrobu elektřiny v solárních elektrárnách začal boom výstavby těchto zdrojů. Od roku 2008 se instalovaný výkon navýšil z desítek MW až nad hranici 2000MW v dnešní době. Objemem instalovaného

výkonu tak solární elektrárny předstihly i elektrárny vodní. Podíl na celkové výrobě v ČR je však ještě menší než u vodních elektráren a pohybuje se okolo 2%.

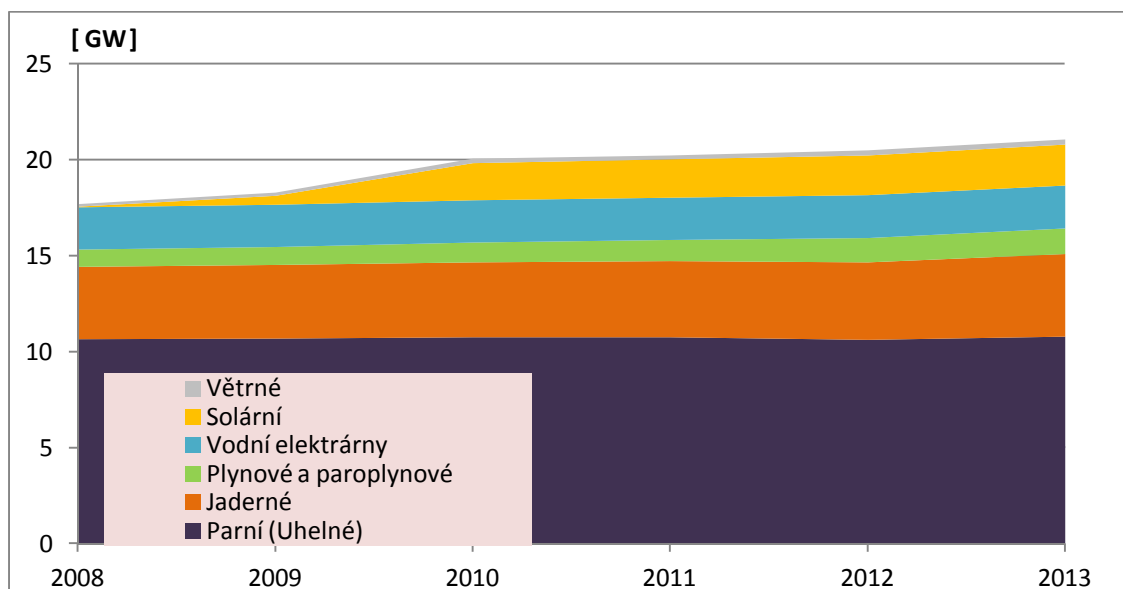
Skupina ČEZ provozuje množství fotovoltaických elektráren (např. Buštěhrad, Hrušovany, Přelouč a některé můžeme spatřit i v Jižních Čechách (př. Chýnov, Ševětín, Bežerovice, Čekanice) (www.cez.cz).

6. 1. 6 Struktura výrobních zdrojů a jejich využití

Nedávná ekonomická krize ovlivnila spotřebu elektrické energie, která mírně klesla, zpomalila míru svého růstu. Obecně však spotřeba elektřiny ve společnosti roste. Na zvyšující se poptávku, a rostoucí predikci spotřeby elektřiny odpovídají výrobci energie navyšováním výrobních kapacit.

V poslední době byly na úkor zdrojů klasických, vlivem regulačních zásahů, zvýhodněny obnovitelné zdroje. Proto došlo k jejich nárůstu, jak znázorňuje graf 1. Ostatní zdroje zůstávají na konstantní úrovni nebo pouze mírně zvyšují výkon vlivem zvyšování efektivity.

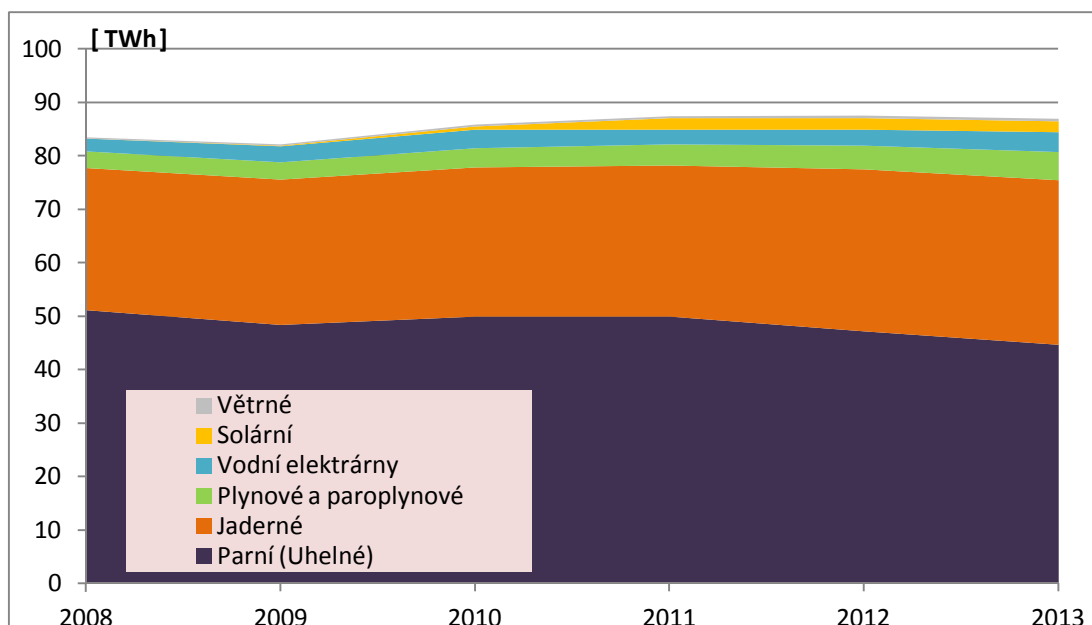
GRAF 1: INSTALOVANÝ VÝKON ELEKTRICKÝCH ZDROJŮ V ČR



Zdroj: Autor na základě dat z ČEPS

Pro porovnání (graf 2) je uveden i vývoj výroby dle jednotlivých energetických zdrojů. Na tomto grafu je vidět, že i přes velký nárůst instalovaného výkonu (graf 1) se obnovitelné zdroje podílejí na celkové výrobě stále pouze malou částí. Efektivita jejich využití je tedy velmi malá, což souvisí s podmínkami výroby v kontextu geografického umístění České republiky. Pravděpodobně by bez dotací jejich provoz nebyl ekonomicky výhodný, což potvrzuje i strategický záměr společnosti ČEZ, a. s., která chce rozšiřovat základnu výroby z alternativních zdrojů, avšak pouze pod podmínkou ekonomické návratnosti. Dále můžeme pozorovat úbytek výroby v uhelných elektrárnách, který je způsoben částečně obnovitelnými zdroji, ale také navýšením výkonu elektráren jaderných.

GRAF 2: VÝROBA ELEKTŘINY V ČR

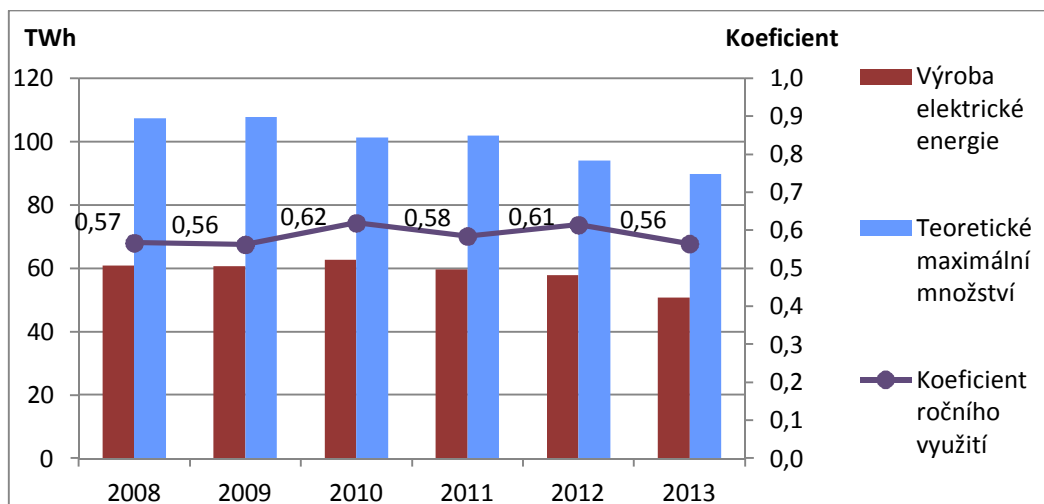


Zdroj: Autor na základě dat z ČEPS

Na závěr bych uvedla graf 3, který dává do souvislosti tři ukazatele. Teoretické maximální množství je objem elektrické energie, kterou by bylo možno vyrobit všemi výrobními zdroji ve vlastnictví společnosti ČEZ, a. s. při plném nasazení, tedy 365 dní v roce, 24 hodin denně. Výroba elektrické energie znázorňuje objem skutečně vyrobené elektřiny. Koeficient ročního využití je jejich podílem a vyjadřuje, jakou měrou byly výrobní zdroje využity. U jaderných elektráren se tento koeficient pohybuje přibližně kolem 0,8, tepelné elektrárny mají využití zhruba 0,5, vodní a větrné 0,15-0,2, sluneční

kolem 0,03. Data v grafu 3 se vztahují ke společnosti ČEZ, a. s., na grafu 4 pak můžeme vidět hodnoty za celou Českou republiku.

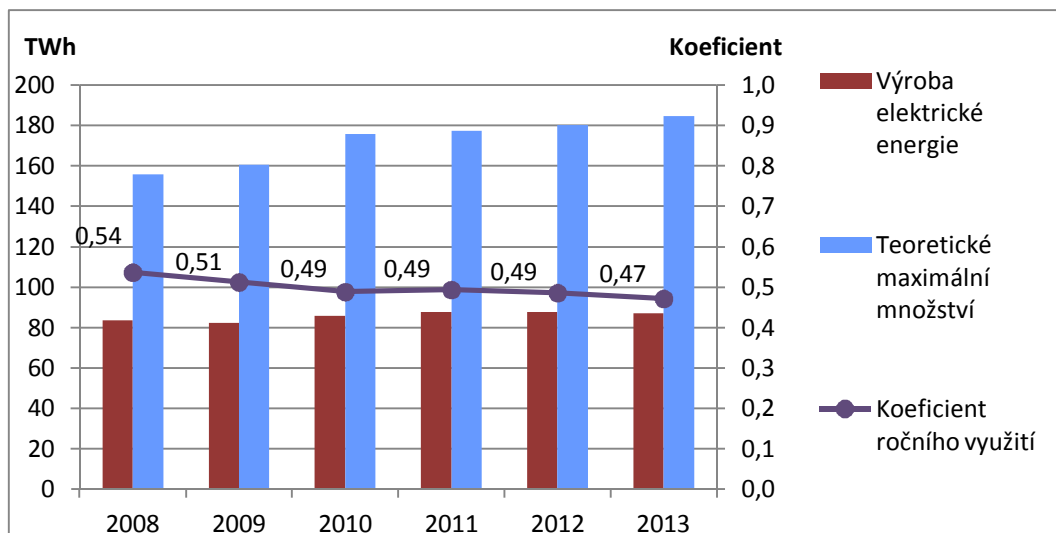
GRAF 3: MÍRA VYUŽITÍ INSTALOVANÉHO VÝKONU V ČEZ, A. S.



Zdroj: Autor na základě dat z webových stránek ČEZ, a. s.

Z porovnání výše uvedených dvou grafů můžeme vyvodit několik zjištění. Zatímco velikost zdrojů společnosti ČEZ klesá současně s výrobou při zachování efektivity jejich využití, v rámci České republiky je vidět opačný proces kdy se zvyšuje množství zdrojů ovšem s jejich klesajícím využitím.

GRAF 4: MÍRA VYUŽITÍ INSTALOVANÉHO VÝKONU V ČR



Zdroj: Autor na základě dat z ERÚ (Roční zpráva o provozu 2013)

6. 1. 7 Elektrická energie ó cena, obchodování

Cena elektrické energie pro konečné odběratele odebírající elektřinu ze sítě nízkého napětí, se skládá ze dvou složek.

První z nich je regulovaná složka, která je určována Energetickým regulačním úřadem (ERÚ) a v současné době převládá nad druhou částí. ERÚ rozhoduje o její výši dle zákona č. 458/2000 Sb. rozhoduje o cenách v energetických odvětvích. Toto rozhodnutí zveřejňuje v Energetickém regulačním věstníku. Regulační období jsou šestiletá a současné třetí období končí k 31. 12. 2015. Regulovaná složka slouží k zajištění finančních prostředků, které jsou zapotřebí k výkonu licencovaných činností regulovaných subjektů na trhu s elektřinou a také slouží k podpoře výroby elektrické energie z vybraných zdrojů (ERÚ – Cenová rozhodnutí).

ERÚ bere v úvahu a reguluje položky jako náklady, odpisy a zisk a dále faktory, které jsou regulovaným subjektům společné, tzv. společné parametry. Mezi tyto parametry patří například faktor efektivity X, kterým ERÚ podněcuje k efektivnímu chování a snižování vynakládání nákladů, či ukazatel kvality v elektroenergetice, jehož cílem je dosažení požadované úrovně kvality poskytovaných služeb v elektroenergetice. Regulované činnosti, respektive složky regulované části ceny elektrické energie jsou:

1. Platba za distribuci elektřiny, liší se podle distribuční soustavy, do které je odběratel připojen (skládá se z platby za rezervovaný příkon a ceny za distribuované množství elektřiny)

Od bodu 2 se u všech položek cena odvíjí od objemu odebrané elektřiny.

2. Platba za přenos elektřiny provozovatelem elektroenergetické přenosové soustavy

3. Platba za poskytování systémových služeb provozovatelem elektroenergetické přenosové soustavy (slouží k zajištění stability elektroenergetického systému)

4. Platba za poskytování systémových služeb provozovatelem elektroenergetické soustavy

5. Platba za činnost operátora trhu s elektřinou

6. Platba na podporu decentrální výroby elektřiny (zdroje nepřipojené do přenosové soustavy, ale do distribučního systému)

7. Platba na podporu výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů, z kogenerační výroby a elektřiny z druhotných zdrojů (ERÚ – Závěrečná zpráva o metodice regulace III. regulačního období).

Poslední dobou je podpora výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů velmi diskutovaným tématem. Tato situace vznikla na základě závazku ČR při vstupu do EU, že do roku 2010 dosáhne podílu elektřiny vyrobené z obnovitelných zdrojů na hrubé spotřebě elektřiny ve výši 8%. Z důvodu nižší konkurenceschopnosti v porovnání s například uhelnými zdroji, je nutná ekonomická podpora. Dalším cílem je dosažení podílu 20% obnovitelných zdrojů na výrobě elektřiny do roku 2020, a to pro celou oblast EU. Každý stát má individuální cíl, v ČR se jedná o 13% (cenyenergie.cz).

Druhou částí je cena silové elektřiny, se kterou se obchoduje jako s komoditou na trzích. V roce 2002 začala liberalizace trhu v České republice, postupně se jednotlivé kategorie zákazníků (podle spotřeby) stávali oprávněnými zákazníky, s právem volby dodavatele elektřiny. Od roku 2006 si takto mohou vybírat všichni zákazníci. Cena je určována tržními mechanismy a její výše se liší v závislosti na obchodníkovi, který zajišťuje dodávku konečnému odběrateli elektřiny. Obchodníci nakupují elektřinu na energetických burzách nebo prostřednictvím bilaterálních obchodů mezi dvěma obchodníky. V České republice funguje od července 2007 Pražská energetická burza (PXE). V mezinárodním měřítku jsou významnými obchodními místy například Nord Pool (severské země) či European Energy Exchange (EEX; kontinentální Evropa).

Z hlediska objemu lze obchody rozdělit na maloobchodní a velkoobchodní trh, přičemž velkoobchodním trhem se rozumí komoditní trh a z velké části určuje ceny na maloobchodním trhu. Velkoobchodní obchody probíhají na energetických burzách párováním nabídek a poptávek obchodníků a výrobců. Lze identifikovat množství faktorů, které ovlivňují nabídku a poptávku po elektřině. Nabídka je definována výrobní kapacitou, provozními náklady výroby (náklady na palivo a emisní povolenky), a také počasím. Poptávka je ovlivňována zejména makroekonomickými faktory a počasím. Na dlouhodobé dodávky mají větší vliv výrobní kapacity a provozní náklady, krátkodobé dodávky ovlivňuje zejména počasí. (ERÚ, ČEPS).

Typickými produkty pro velkoobchodní trh jsou:

- Base-load produkty (neboli základní pásmo) – reprezentují 24-hodinové intervaly v celku s dodávkou konstantního množství elektrické energie. Tento typ dodávky typicky vyrábí jaderné elektrárny.
- Peak-load produkty (neboli špičkové produkty) – slouží k pokrytí špiček spotřeby v rámci dne. Jedná se o různě dlouhé produkty (od 15 minut po několikahodinové bloky), zpravidla mezi 6:00 ráno do 22:00 večer. Typickým výrobním zdrojem pro tento typ dodávky jsou plynové a přečerpávací elektrárny (Kratochvíl, 2012).

Maloobchodní trh je trh prodeje silové elektřiny obchodníky s elektřinou koncovým odběratelům, typickými zákazníky jsou domácnosti.

Trhy s elektřinou lze podle časového horizontu rozlišit na krátkodobý a dlouhodobý trh. Dlouhodobé obchody probíhají pod organizací burzy (PXE, NordPool či EEX). Obchody jsou uzavírány v horizontech týdne/ů, měsíce/ů, čtvrtletí či roků. Tyto obchody probíhají ze spekuláčních motivů, kupující i prodávající se snaží předikovat vývoj na trhu, odhadují, jak se bude vyvíjet poptávka po elektřině během roku či v konkrétních dnech a hodinách. Spekuláční motiv má silný vliv (Analýza Pražské energetické burzy PXE: Trh s elektrickou energií, 2007)

- Kontrakty, které na dlouhodobém trhu mohou proběhnout, jsou futures, forward, opce a contracts for difference.
- Futures a forward obchody fungují ve smyslu dohody prodávajícího a kupující o předávce a odběru předem stanoveného množství energie, ve stanovený čas a za stanovenou cenu.
- Opce, options znamenají právo kupujícího koupit elektrickou energii ve stanoveném termínu za dohodnutou cenu od kupujícího
- Contracts for difference řeší vyrovnávání rozdílu dříve sjednané ceny elektřiny oproti ceně elektřiny v dohodnuté době mezi stranami obchodu

Krátkodobé obchody se odehrávají v rámci tzv. spotových trhů. To jsou trhy s dobou obchodu blízkých době dodávky.

Rozlišují se v zásadě dva druhy:

- Day-Ahead neboli „krátkodobý denní trh D-1“, kde se uzavírají obchody den před samotnou dodávkou elektřiny (ovlivňovány například předpokládaným počasím). Uzavírají se na základě střetnutí zadávaných nabídek a poptávek.
- Intraday, vnitrodenní trh, který následuje po ukončení denního trhu. Obchody jsou uzavírány v blízkém časovém intervalu před dodávkou elektřiny. Slouží k vyhlazení v důsledku změn například s ohledem na počasí, operuje s hodinovou spotřebou aktuálního dne

Z hlediska obchodovaného objemu mají převahu dlouhodobé obchody nad krátkodobými (Kratochvíl, 2012).

Z důvodů velkých obchodovaných množství elektřiny mají změny cen elektřiny z dlouhodobých obchodů značný vliv na hospodářské výsledky výrobců či obchodníků.

Cena silové elektřiny je určována pohyby na trhu a je závislá také na situaci na domácím trhu (v dlouhodobém horizontu například na energetickém mixu či predikci budoucí spotřeby nebo politické situaci) a také na situaci na vnějších trzích (tedy poptávce a nabídce na zahraničních trzích), a to z důvodu propojení soustav (ERÚ – Cenová rozhodnutí).

Celková cena elektrické energie se tedy odvíjí od ceny stanovené ERÚ, a tržní ceny. Internetový portál www.kurzy.cz nabízí přehled vývoje cen silové elektřiny – tržní ceny. Následující graf znázorňuje pohled od roku 2008 do roku 2014. Cena je udávána za 1MWh a jedná se o obchody na velkoobchodních trzích. Z grafu je patrný trend posledních let – pokles ceny silové elektřiny.

OBRÁZEK 1: JEDNOTKOVÁ CENA SILOVÉ ELEKTRINY NA VELKOOBCHODNÍCH TRŽÍCH
v v €/MWh



Zdroj: www.kurzy.cz

Většina obchodů s elektřinou je sjednávána v dlouhodobém horizontu, a operuje s předpokládaným vývojem. Odhad ceny do budoucna se tak promítá v tržbách podniku, ale s delší časovou prodlevou. V tomto sledovaném období byly ceny elektřiny na vrcholu v roce 2008, poté došlo k prudkému propadu. Od té doby se cena pohybovala v hodnotách mezi 40-50 EUR/1MWh. V roce 2011 cena krátkodobě vzrostla, a od té doby se setkáváme s klesáním ceny energie. Na grafu lze například vysledovat vliv havárie ve Fukušimě v roce 2011.

OBRÁZEK 2: REAKCE TRHU NA HAVÁRII VE FUKUŠIMĚ



Zdroj: www.cenyenergie.cz

6. 2 Rozbor výsledku hospoda ení

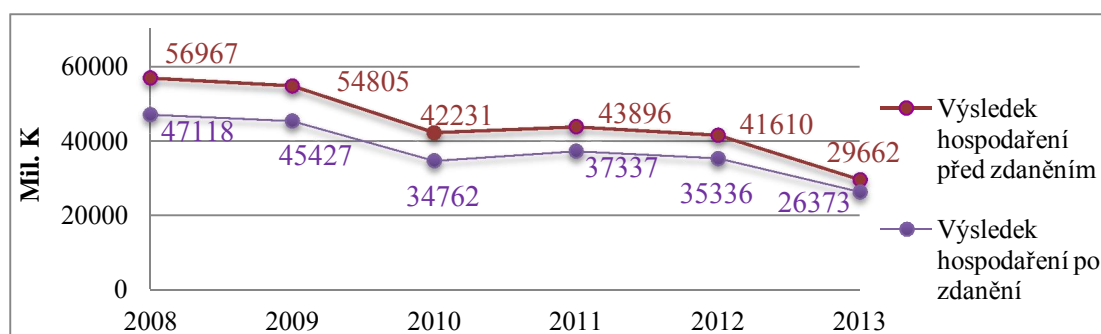
Zisk všeobecně bývá častým měřítkem pro hodnocení podniku. Sleduje se, zda podnik dosáhl zisku nebo ztráty, jaký je jeho vývoj v čase, jak „vysoký“ je zisk. Zisk v absolutní hodnotě je stále sledovanou a upřednostňovanou veličinou, podle které se hodnotí úspěch podniku. Oblíbený je zejména proto, že je snadno zjištělný a není potřeba znalost finanční analýzy, aby jej bylo možné spočítat, vyhodnotit a vyvodit závěry. Teprve po zisku následují v žebříčku sofistikovanější metody, jako například ukazatele rentability, moderní ukazatele (např. EVA), či soustavy ukazatelů.

Vzhledem k tomu, že množství zmiňovaných pokročilejších metod právě z dosaženého výsledku hospodaření vychází, je tato část zaměřena na analýzu výsledku hospodaření, a také na analýzu jeho částí. Tato analýza dále pomůže v dalších metodách hodnocení výkonnosti podniku, ve kterých je právě výsledek hospodaření použit (například ukazatelé rentability), pomůže vysvětlit pohyby těchto ukazatelů a jejich vývoj. Rozbor výsledku hospodaření proběhne za roky 2008 až 2013. Budu se soustředit zejména na významné faktory, které mají na výslednou situaci největší vliv.

6. 2. 1 Výsledek hospoda ení

Za sledovaná období 6-ti let dosahuje podnik zisku, který má postupem doby klesající tendenci. V porovnání prvního a posledního roku poklesl zisk před a po zdanění zhruba na 52%, resp. 56% hodnoty z roku 2008. Tento vývoj je znázorněn grafem 5. Výsledná hodnota zisku byla ovlivněna sazbou daně z příjmu, která je od roku 2010 19% ze základu daně, v roce 2009 byla 20% a v roce 2008 21%.

GRAF 5: VÝVOJ VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ PŘED A PO ZDANĚNÍ (2008-2013)

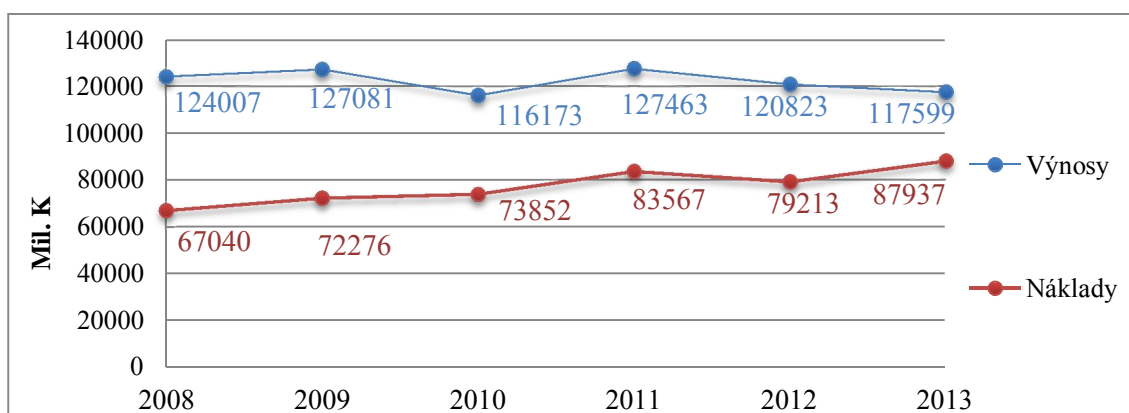


Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Z grafu je znát, že situace byla během sledovaného období relativně turbulentní, nejedná se o jednotný, rovnoměrný trend poklesu. V letech 2009 a 2012 se jedná o mírný pokles zisku, v roce 2010 a 2013 zisk poklesl razantně, v obou případech se jedná o pokles v intervalu 20 – 30%. Pouze v roce 2011 se podařilo zastavit klesání zisku.

Výsledek hospodaření je rozdílem výnosů a nákladů, proto je potřeba jejich vývoj zahrnout do celkových úvah. Průběh celkových výnosů a nákladů, ze kterých se skládá výsledek hospodaření, je znázorněn grafem.

GRAF 6: VÝVOJ NÁKLADŮ A VÝNOSŮ (2008-2013)



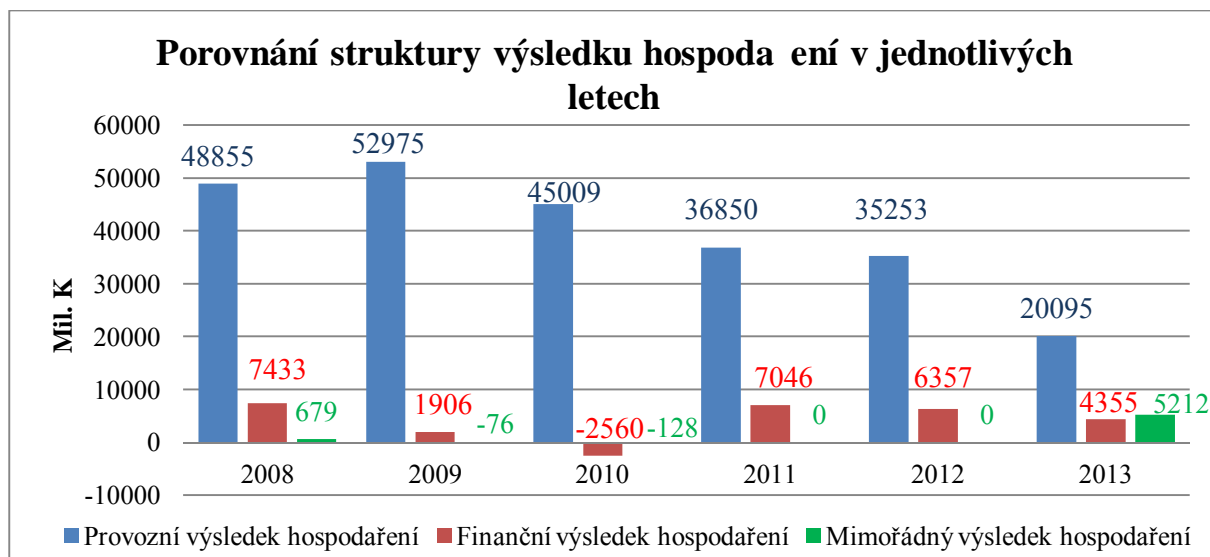
Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Na základě grafu 6 lze zjistit, jak v jednotlivých letech ovlivňovaly zisk změny nákladů a výnosů. Náklady mají rostoucí profil, za sledovaná období vzrostly o cca 32%. Největší nárůst zaznamenaly v roce 2009 (7,81%), 2011 (13,15%), 2013 (11,01%). Jediný pokles v nákladech proběhl v roce 2012. Výnosy se ve sledovaných letech měnily méně dynamicky, kromě výraznějšího poklesu v roce 2010 během sledovaných let zůstaly na téměř stejné úrovni. Významnější pohyb nastal tedy jen v roce 2010, kdy se snížily o 8,52%, a 2011, kdy se zvýšily o 9,72%.

Výsledek hospodaření se skládá ze tří částí – provozního, finančního a mimořádného výsledku hospodaření. Zatímco provozní část je charakterizována svou návazností na činnost podniku, pro kterou byl založen, finanční výsledek hospodaření je spojen s různými finančními transakcemi. Mimořádný výsledek hospodaření nesouvisí s žádnou z těchto aktivit a jsou do něj zahrnovány výjimečné aktivity, které se netýkají

ani provozní ani finanční činnosti. Na následujícím grafu lze vidět vliv jednotlivých částí výsledku hospodaření na celek.

GRAF 7: STRUKTURA VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ (2008-2013)

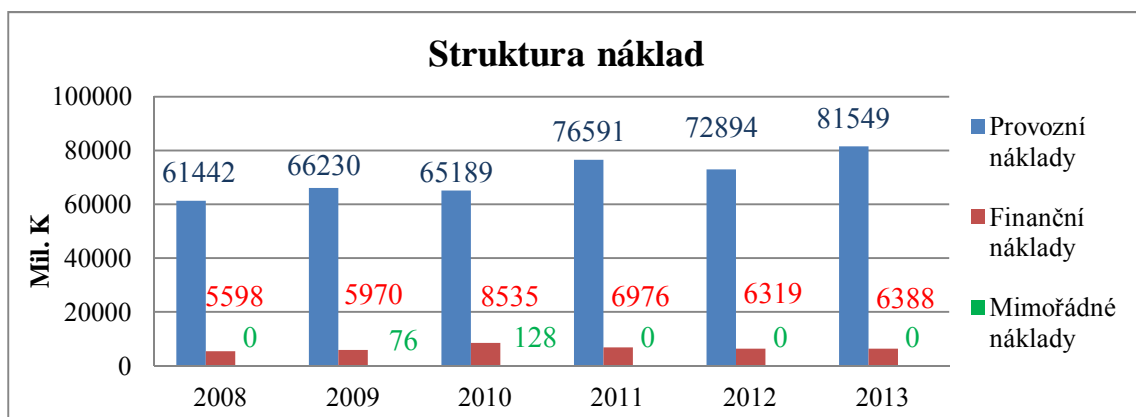


Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Největší podíl má provozní výsledek hospodaření, finanční výsledek hospodaření se podílí přibližně 8-9% na celkovém výsledku hospodaření. Vliv mimořádného výsledku hospodaření je po všechny roky minimální, významným činitelem se stal v roce 2013, kdy dosáhl 17,57%. V tomto roce proběhl prodej uhelné elektrárny Chvaletice, a protože společnost zařazuje prodej dceřiných, přidružených a společných podniků právě do mimořádných výnosů, zvýšil tento prodej spolu s poklesem provozních výnosů vliv mimořádných výnosů.

Stejně jako strukturu celkového výsledku hospodaření, lze analyzovat strukturu nákladů a výnosů. Z grafu 8 lze vyzorovat zvyšující se vliv provozních nákladů na celkové náklady. Jejich výše se pohybuje v průměru okolo 91%. Mají rostoucí tendenci a zaujímají dominantní pozici. V letech 2010 a 2012 zaznamenaly mírný pokles. Finanční náklady ovlivňují celkové náklady zhruba jen 8-9%. Mimořádné náklady mají ve všech sledovaných obdobích minimální nebo žádný vliv.

GRAF 8: STRUKTURA NÁKLADŮ (2008-2013)

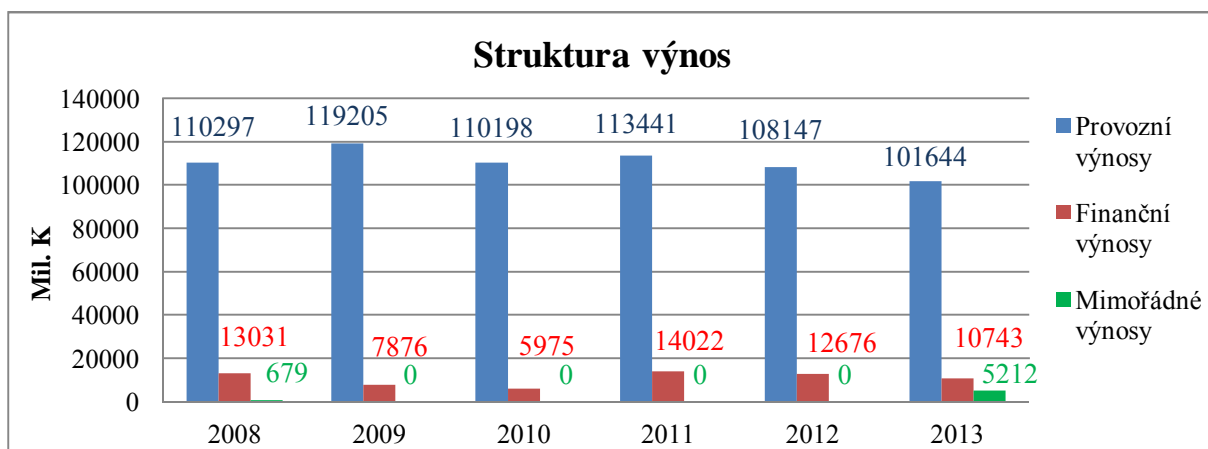


Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Struktura výnosů vyplývá z grafu 9. Jako u nákladů, také zde má provozní část rozhodující vliv. Provozní výnosy oscilují v širším pásmu než provozní náklady, jsou tedy nestálější. Celkově tvoří provozní náklady zhruba 90% celkových nákladů. Také finanční výnosy jsou nestálější než finanční náklady, celkové náklady ovlivňují zhruba 8-9%. Mimořádné výnosy se projevují více než mimořádné náklady, nicméně tento vliv je dán nejvíce rokem 2013. V tomto roce došlo k prodeji části majetku, respektive podniku.

Graf 9 prezentuje vývoj jednotlivých složek výnosů v letech 2008-2013. V grafickém vyjádření je obzvláště vidět dominantní vliv provozních výnosů.

GRAF 9: STRUKTURA VÝNOSŮ V LETECH 2008-2013



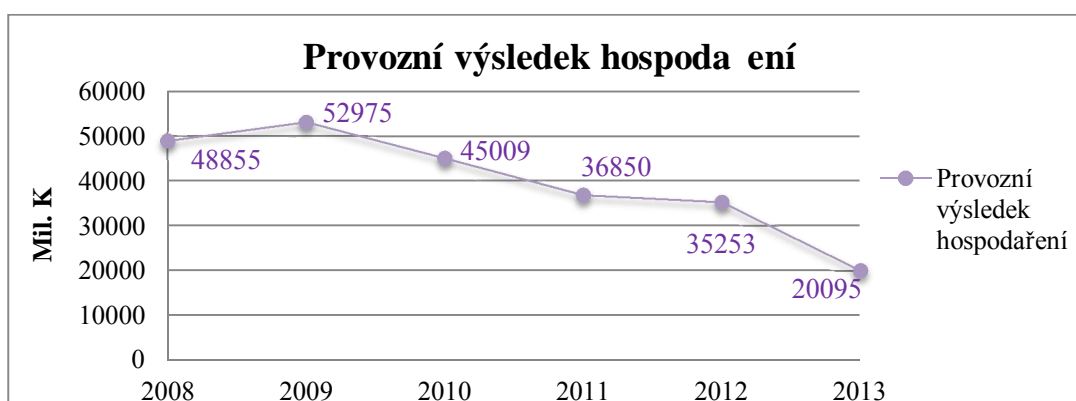
Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

6. 2. 2 Provozní výsledek hospodaření

Provozní výsledek hospodaření má v podniku dominantní roli nad finančním a mimořádným výsledkem hospodaření. Pohybuje se v pásmu 80-100%. V roce 2013 dosáhl jeho poměr sice jen 68%, to však bylo dáno výrazným zvýšením mimořádných výnosů při poklesu provozních výnosů. Protože má na celkový výsledek hospodaření takový vliv, je žádoucí jej sledovat a vyhodnocovat faktory, které jej ovlivňují.

Křivka provozního výsledku hospodaření kopíruje křivku celkového výsledku hospodaření a to právě z toho důvodu, že je provozní výsledek hospodaření největší částí toho celkového.

GRAF 10: VÝVOJ PROVOZNÍHO VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ



Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

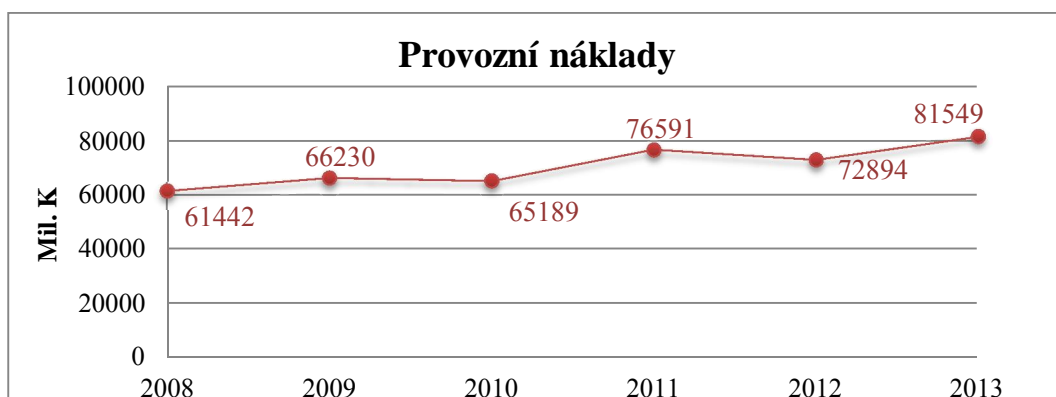
Zvyšování celkového výsledku hospodaření je možné cestou zvyšování výnosů nebo snižování nákladů. Protože jsou provozní náklady a výnosy největší částí nákladů a výnosů jako celku, je vhodné se zaměřit právě na ně.

Provozní náklady

Provozní náklady jsou spojeny s běžnou činností podniku. Všeobecně do nich lze zařadit všechny náklady spojené s výrobou produktů, které jsou hlavní činností firmy.

Náklady mají rostoucí tendenci, za sledované období šesti let se náklady zvýšily téměř o 33%. V letech 2009 a 2012 došlo k mírnému snížení nákladů, v roce 2009, 2011 a 2013 naopak k výraznějšímu nárůstu nákladů.

GRAF: PROVOZNÍ NÁKLADY (2008-2013)



Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Náklady, které vykazují významný pohyb, jsou schopny významně ovlivnit konečnou výši provozních nákladů, poté celkových nákladů a i konečný výsledek hospodaření. Mezi tyto náklady patří náklady na palivo, nákup energie a související služby, odpisy. Ostatní nákladové položky jsou téměř, konstantní, respektive mají konstantní vliv na celkové provozní náklady.

TABULKA 15: STRUKTURA PROVOZNÍCH NÁKLADŮ

Podíl provozních nákladů na celkových provozních nákladech (%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Palivo	27,33	26,39	26,57	20,38	19,23	13,27
Nákup energie a související služby	25,18	24,72	28,42	38,57	34,06	43,20
Opravy a údržba	5,83	5,89	5,50	4,48	4,81	3,98
Odpisy	21,22	19,52	20,22	16,76	18,19	16,38
Opravné pol. k dlouh. ne/hmotnému maj.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,03
Osobní náklady	9,61	9,41	9,92	7,77	8,39	7,44
Materiál	2,87	2,74	2,67	2,40	2,32	1,84
Emisní povolenky	-2,91	0,83	-2,43	0,00	1,64	1,35
Ostatní provozní náklady	10,87	10,50	9,13	9,64	11,36	9,51

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Popis jednotlivých nákladových položek:

Náklady na palivo. Ve výroční zprávě společnosti ČEZ, a. s. je popis nákladů, které jsou zahrnuty v této položce. Jedná se o náklad související se spotřebou paliva, a dále odpisy paliva, které zahrnují také tvorbu rezervy na skladování paliva. Odpisy

paliva jsou stanoveny na základě množství vyrobeného tepla v reaktoru a koeficientu spotřeby. Oficiální komentář k poklesu nákladů na palivo jsem nikde nedohledala, proto si vysvětluji tento pokles nákladů na palivo jako důsledek dvou faktorů. Prvním je pokles vyrobené elektrické energie, která klesla například v roce 2013 oproti roku 2008 o téměř 17%. Druhým faktorem je pokles cen paliva – uhlí a uranu.

Náklady na nákup energie a související služby. Tyto náklady jsou zastoupeny především náklady na nákup elektřiny, tepla a plynu pro další prodej a jsou prakticky jediným významným vlivem na zvyšující se náklady.

Opravy a údržba. Náklady na opravy a údržbu sestávají z pravidelných, naplánovaných aktivit, a činností, které se vyskytují nahodile a je potřeba je provést. Na provozních nákladech se projevují přibližně 4 až 6%, v absolutních hodnotách jsou téměř neměnné.

Odpisy. Výše odpisů je ovlivňována množstvím majetku ve vlastnictví podniku, fází a formou odepisování. Odpisy se pohybují vlivem majetkových změn, tyto změny jsou ve sledovaném období minimální.

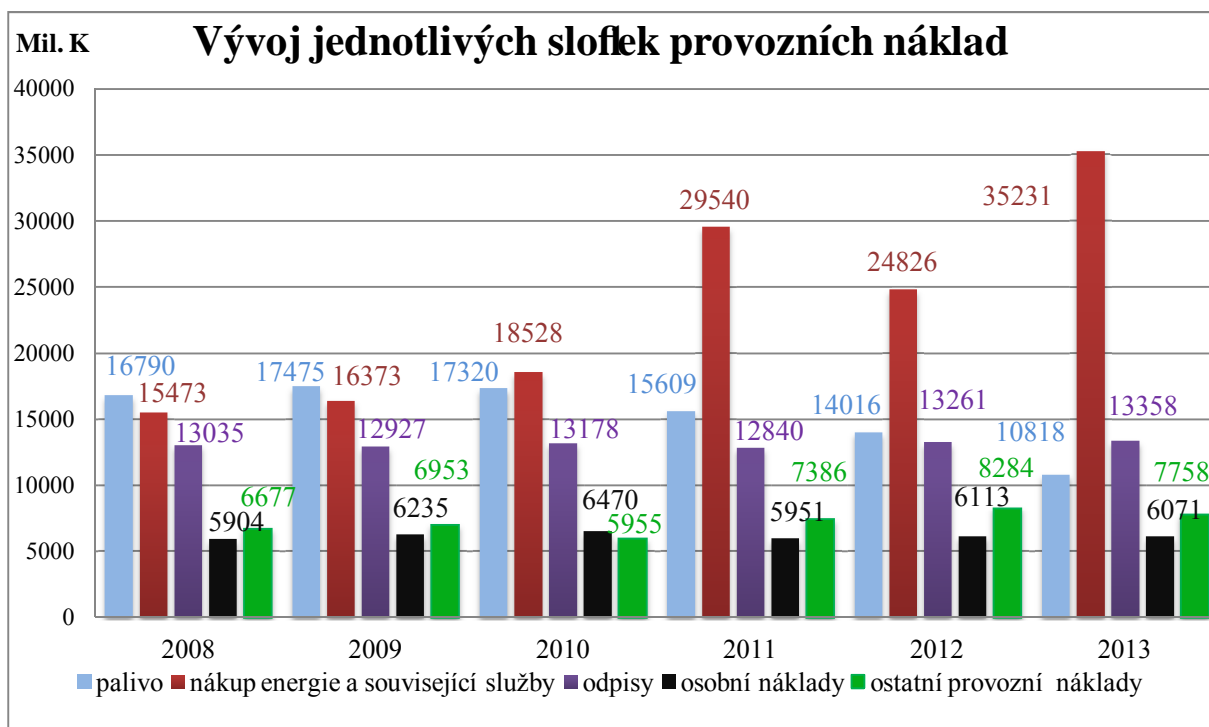
Osobní náklady. Mají klesající tendenci, což je dáno snižujícím se počtem zaměstnanců společnosti. V porovnání roku 2008 ku 2013 poklesl počet zaměstnanců o zhruba 9% a způsobil pokles mzdových nákladů o přibližně 2%. Mzdové podmínky jsou ovlivňovány kolektivní smlouvou.

Emisní povolenky. Jsou to povolenky na emisi skleníkových plynů, které umožňují vypustit do ovzduší určité množství plynů, které jsou vytvořeny při provozu.

Ostatní provozní náklady. Zahrnují náklady na služby, daně a poplatky, pokuty, ztrátu z prodeje materiálu nebo dlouhodobého majetku, poskytnutí darů či cestovné. Výše těchto nákladů je poměrně konstantní, nevykazuje významné pohyby. Pohybuje se zhruba kolem 10%.

Vývoj jednotlivých složek nákladů je lépe znát na grafu 11. Vzhledem k množství položek nákladů a 6-ti sledovaným obdobím jsem z grafu vyřadila položky materiál, emisní povolenky, náklady na opravy a údržbu a opravné položky k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku a to z toho důvodu, že provozní náklady ovlivňují maximálně do 6%.

GRAF 11: VÝVOJ VYBRANÝCH SLOŽEK PROVOZNÍCH NÁKLADŮ (2008-2013)

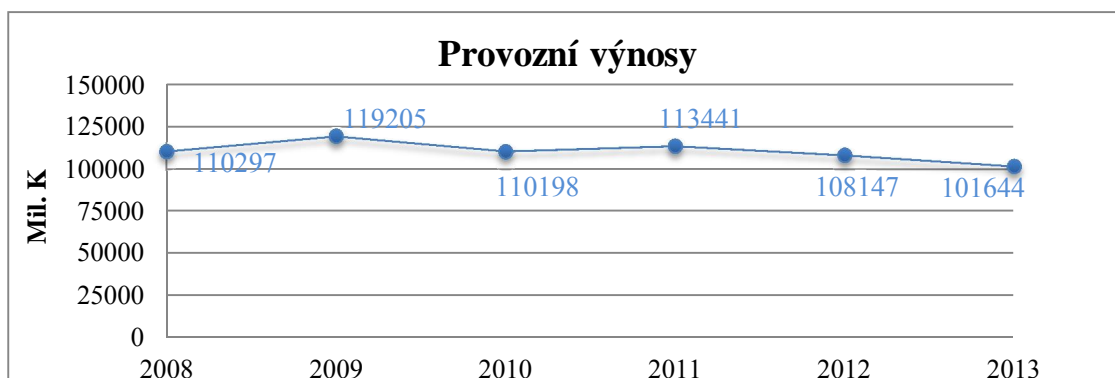


Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Provozní výnosy

Provozní výnosy jsou tvořeny výnosy z hlavní činnosti podniku, tedy z té činnosti, pro kterou byl založen. Ve společnosti ČEZ, a. s. jsou největšími tržbami tržby z prodeje elektrické energie. U provozních výnosů se projevuje klesající trend. Mimo první sledované období, kdy se provozní výnosy zvýšily o cca 8%, a velmi mírný nárůst v roce 2011 o 3%, výnosy klesají. Tento pokles je přibližně v rámci intervalu 8-5%.

GRAF 12: PROVOZNÍ VÝNOSY (2008-2013)



Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Tržby z prodeje elektrické energie

Největší částí provozních výnosů jsou tržby z prodeje elektrické energie. Podíly jednotlivých složek provozních výnosů a jejich pohyb v čase je v tabulce 16.

TABULKA 16: STRUKTURA PROVOZNÍCH VÝNOSŮ

Podíl provozních výnosů na celkových provozních výnosech (v %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje el. energie	92,94	90,95	89,74	85,72	87,21	88,04
Výnosy z deriv. obch. s el. en., uhlím, plynem	3,13	5,37	4,88	5,20	3,73	1,57
Tržby z prodeje plynu, tepla a ostatní výn.	3,93	3,68	5,38	9,07	9,06	10,39

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Z vývoje těchto tří částí je vidět, že společnost navyšuje objem tržeb z prodeje plynu a tepla a ostatních výnosů. Oproti tomu klesá podíl dominujících tržeb z prodeje elektrické energie na provozních výnosech, jedná se o konstantní meziroční pokles v řádu procent. Prodej plynu, tepla a ostatní se během sledovaného období navýšil až na 10% celkových provozních výnosů, oproti výchozímu roku 2008 na hodnotu zhruba 244%. Zde je možné vysledovat trend. Výnosy z derivátových obchodů s elektrickou energií, uhlím a plynem se na provozních výnosech podílí do 5,5% a v jednotlivých letech jejich účast na celku kolísá.

Domnívám se, že pokles tržeb z prodeje elektrické energie, které ve srovnání roku 2008 s rokem 2013 klesly o cca 13%, je způsoben 2 faktory:

- menším objemem vyrobené, a tím pádem i menším množstvím prodané energie - za období 2008 až 2013 klesl objem vyrobené energie přibližně o 17% (viz tabulka 17)
- změnou realizačních cen elektřiny

TABULKA 17: VÝVOJ OBJEMU VYROBENÉ ELEKTRICKÉ ENERGIE

Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výroba el. energie (GWh)	60 922	60 610	62 728	59 584	57 757	50 662

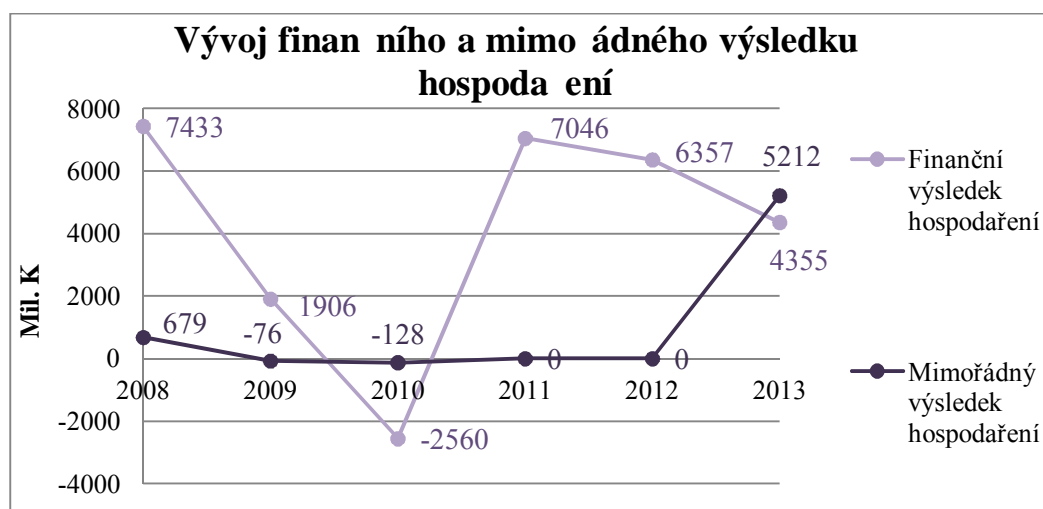
Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Ekonomická krize, která se do Evropy dostala v roce 2008, ovlivnila tržby za prodanou energii a tím i celkový výsledek hospodaření firmy. Důvodem je snižování ceny energie s pesimismem domácností a sklonem k šetření. Proč tedy tržby v roce 2008 neklesají? Je to dáno skutečností, že prodej značné části prodané energie byl uskutečněn v rámci dlouhodobých kontraktů, ještě před poklesem cen energie z důvodu recese a to dokonce na takové úrovni, že ani pokles poptávky po energii celkové tržby nezmenšil.

6. 2. 3 Finanční a mimořádný výsledek hospodaření

Na grafu je znázorněn pohyb mimořádného a finančního výsledku hospodaření. Je vidět, že není příliš rovnoměrný a jedná se spíše o nahodilé události. Finanční výsledek hospodaření, respektive mimořádný výsledek hospodaření tvoří průměrně přibližně 9,4%, respektive 3% celkového výsledku.

GRAF: FINANČNÍ A MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ (2008-2013)



Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Hlavním činitelem ve finančních nákladech jsou nákladové úroky z dluhů. Během sledovaného období dochází k jejich růstu, což je způsobeno zvýšením dlouhodobých závazků téměř 2,5 krát. Krátkodobé závazky jsou téměř v konstantní výši.

Mimořádné náklady a výnosy jsou představovány ziskem nebo ztrátou z prodeje dceřiných, přidružených, společných podniků. Ve sledovaném období se mimořádné

výnosy projevily v letech 2008 a 2013, ztráta v letech 2009 a 2010, a v letech 2011 a 2012 se neprojevily vůbec.

6.3 Rozbor ukazatel rentability

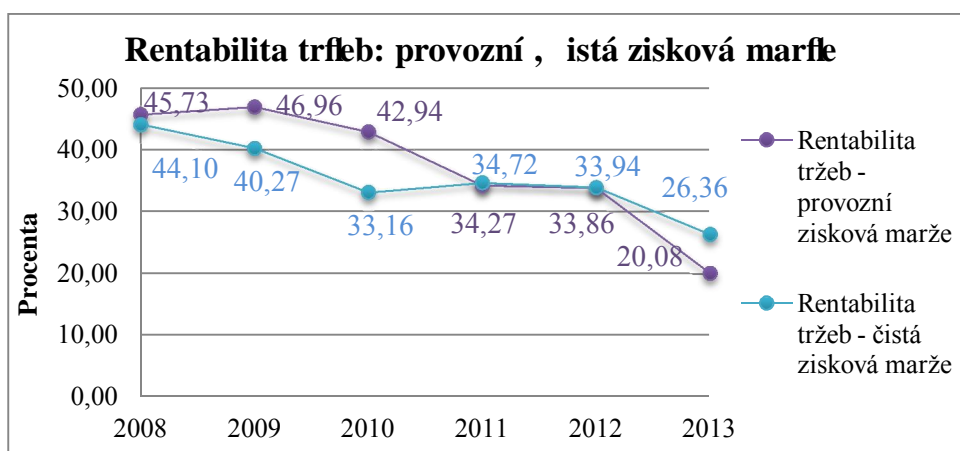
V následující části práce budou vyhodnoceny vypočtené ukazatele rentability a proveden jejich rozbor. Ukazatele rentability vznikají využitím některé z modifikace zisku k položce, ke které chceme navázat vztah. Nejvíce využívanými jsou ukazatele ROA, ROE, ROIC a ROS. Nejdříve bude rozložen ukazatel ROS, protože je potřebný k pyramidovému rozkladu ukazatelů ROA a ROE.

6.3.1 Rentabilita tržeb ROS

Výpočet rentability tržeb za období let 2008-2013 bude proveden pro formu provozní (ROS I.) a čisté ziskové marže (ROS II.). Tyto ukazatele se od sebe liší použitím formy zisku ve svém čitateli, provozní zisková marže využívá modifikaci zisku EBIT, čistá zisková marže využívá čistý zisk.

Graf 13 shrnuje vývoj obou ukazatelů v čase a prokazuje ve sledovaných obdobích značný pokles jak provozní, tak čisté ziskové marže. Provozní marže poklesla o přibližně 56%, čistá zisková marže se snížila o téměř 40%.

GRAF 13: VÝVOJ RENTABILITY TRŽEB VE FORMĚ PROVOZNÍ A ZISKOVÉ MARŽE



Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Provozní zisková marže

Ve sledovaných obdobích dochází pouze v prvním roce k nárůstu její hodnoty o 1,23 procentních bodů (jediný růst ukazatele EBIT), mírnější pokles o 0,41 procentních bodů nastává v letech 2011/2012. V ostatních letech klesá hodnota výrazně.

V období let 2009/2010 se zmenšuje hodnota o 4,02 procentních bodů. Tato změna je determinována především propadem hodnoty EBIT o 15%, pokles tržeb činil 7,08%. Další období, roky 2010/2011, pokračuje propad hodnoty. Konkrétně se provozní zisková marže snížila o 8,67 procentních bodů. V tomto období poklesl EBIT o 18%. Největší pokles ovšem potkal ukazatel v posledním porovnávaném období let 2012-2013. Hodnota se snížila o 13,78 procentních bodů. Důvodem poklesu je snížení EBITu, který vlivem rostoucích nákladů poklesl o 43%.)

istá zisková marže

Oproti provozní ziskové marže nejsou propady čisté ziskové marže tak turbulentní. Přesto jsou její pohyby výrazné. Také došlo pouze k jedinému nárůstu hodnoty, a to mezi lety 2010 a 2011, kdy vzrostla o 1,56 procentních bodů. V ostatních letech dochází k poklesům. Nejmírnější pokles je v období let 2011-2012, kdy klesá o 0,78 procentních bodů.

První období let 2008/2009 znamená pro čistou ziskovou marži pokles o 3,83 procentních bodů, další období je pokles ještě větší – klesá o 7,11 procentních bodů. Čistý zisk totiž klesl o téměř čtvrtinu. Poslední období je pokles téměř stejný, jako v letech 2009/2010, čistá zisková marže klesla o 7,58 procentních bodů. Důvod je stejný, čistý zisk klesá o přibližně 25%.

Vývoj obou rentabilit tržeb je ve sledovaném období klesající a to výrazně. Provozní zisková marže poklesla více než čistá zisková marže, což je způsobeno především tím, že se k výpočtu používá forma zisku EBIT. Než se totiž dostaneme z EBIT na čistý zisk, má podnik příležitost využít daňového štítu a jiných možností, čímž lze zmírnit „propad“.

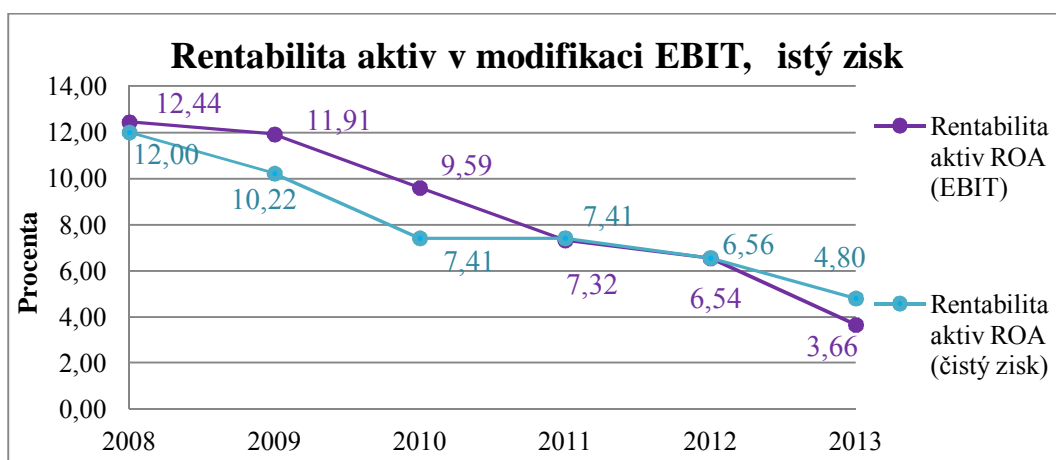
6. 3. 2 Rentabilita aktiv ROA v modifikaci EBIT a čistý zisk a pyramidový rozklad

Rentabilita aktiv ukazuje, kolik zisku vytvořila všechna aktiva. Abstrahuje se přitom od časového určení aktiv i zdroje jejich financování.

V následujícím grafu je znázorněna klesající tendence ukazatele ROA. V literatuře se uvádí dvě formy výpočtu ROA – za použití EBIT a čistého zisku. Přistoupila jsem k využití obou forem, protože podnikový EBIT a čistý zisk se poměrně výrazně liší, jak je vidět i v průběhu funkcí obou modifikací ROA.

Protože je ukazatel vypočten jako poměr EBIT, resp. čistého zisku a aktiv, je dán jejich hodnotami. Během sledovaného období se zvýšil objem aktiv, se kterými společnost operovala přibližně o 40%, a zároveň se snížil vytvořený EBIT téměř o 60%, čistý zisk se snížil o přibližně 44%. Z těchto důvodů je pokles ROA tak výrazný.

GRAF 14: VÝVOJ RENTABILITY AKTIV ZA POUŽITÍ FORMY VÝPOČTU S EBIT, ČISTÝM ZISKEM



Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Ukazatel ROA I. _{EBIT} se do roku 2011 udržuje nad hodnotou své modifikace s čistým ziskem. V roce 2011 se setkávají a následující rok je ROA I. _{EBIT} níže než ROA II. _{čistý zisk}. Největší propady zaznamenal v letech 2009, 2010 a 2013 a to z toho důvodu, že v těchto letech EBIT nejvíc poklesl. ROA II. _{čistý zisk} poklesl nejvíce v letech 2008, 2009 a 2013 a to z důvodu poklesu čistého zisku. Aktiva ve sledovaných

obdobích vzrostla nejvíce v prvním období, a to o cca 13%, v dalších letech vzrostla o zhruba 5-8%, v posledním období o přibližně 2%.

Ukazatel ROA lze rozložit na dva dílčí ukazatele – na ukazatele rentabilita tržeb a obrat aktiv, které mezi sebou mají multiplikační vazbu. Tento rozklad bude proveden pro obě modifikace zisku. Výsledné hodnoty naznačí, z jakého důvodu ROA pokleslo, respektive jaká položka na něj měla největší vliv.

Rozklad rentability aktiv ROA I. (EBIT)

Rozklad rentability aktiv při použití modifikace zisku EBIT v čitateli pro roky 2008-2013 je rozklad znázorněn v tabulce.

TABULKA 18: ROZKLAD RENTABILITY AKTIV (2008-2013)

Ukazatel (%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROS I. - provozní zisková marže	45,73	46,96	42,94	34,27	33,86	20,08
Obrat aktiv (koeficient)	27,21	25,37	22,34	21,35	19,32	18,22
ROA I. (EBIT)	12,44	11,91	9,59	7,32	6,54	3,66

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Pohyb ukazatele je v prvním srovnávaném období relativně mírný – poklesl o 0,5 procentních bodů. Podobně mírný pokles následoval ještě v období let 2011-2012, ROA pokleslo o 0,78 procentních bodů. Ostatní roky se jeho hodnota snížila výrazněji.

V období 2009-2010 se rentabilita aktiv snížila o 2,32 procentních bodů, protože došlo k výraznějšímu poklesu rentability tržeb i obratu aktiv. Pokles ROS o zhruba 4 procentní body způsobil pokles EBITu o přibližně 15%, tržby poklesly o cca 7%. Pokles obratu aktiv, který byl největší za sledovaná období, zapříčinil nárůst aktiv o 5,5% a zmíněný pokles tržeb. Konkrétně se obrat aktiv snížil o 3,03 obraty.

Porovnání let 2010-2011 ukazuje další pokles ROA o 2,27 procentních bodů. ROS poklesla o více jak 8,5 procentních bodů, protože došlo k výraznému poklesu EBIT o cca 18% a navíc došlo k mírnému nárůstu tržeb. Obrat aktiv se oproti tomu snížil přibližně o 1 obrátku, pokles představuje nejnižší snížení za roky 2008-2013.

Posledním porovnávaným obdobím jsou roky 2012-2013. Dochází k největšímu propadu ROA za sledovaná období - pokles o 2,88 procentních bodů. Způsobil to propad ROS o 13,76 procentních bodů, který byl způsoben snížením EBITu o 43%. Obrat aktiv se snížil o 1,1 obrátek, došlo k nárůstu aktiv i tržeb o cca 2, resp. 4%.

Za sledovaná období došlo ke snížení ROA I. EBIT o přibližně 70%. Tento masivní pokles byl způsoben částečně poklesem obratu aktiv, který se snížil o přibližně 34%. Druhým rozebíraným činitelem byla rentabilita tržeb s použitím modifikace zisku EBIT, která se snížila na cca 44% své původní hodnoty.

Rozklad rentability aktiv ROA II. (istý zisk)

Přehled rozložených částí rentability aktiv při použití čistého zisku v čitateli pro jednotlivé roky je v tabulce 19.

TABULKA 19:ROZKLAD RENTABILITY AKTIV (2008-2013)

Ukazatel (%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROS - čistá zisková marže	44,10	40,27	33,16	34,72	33,94	26,36
Obrat aktiv (koeficient)	27,21	25,37	22,34	21,35	19,32	18,22
ROA (EAT)	12,00	10,22	7,41	7,41	6,56	4,80

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Hodnoty ukazatele klesají. Pouze v letech 2010-2011 se pokles zastavil a jeho hodnota zůstává stejná. Sice se změnila hodnota obratu aktiv, poklesla o jednu otáčku, ale zároveň se zvýšila i rentabilita tržeb, která pokles ukazatele vyrovnala. Mírný pokles nastal v letech 2011-2012, ROA poklesla o 0,85 procentních bodů a byl způsoben poklesem obou ukazatelů. V ostatních letech hodnota ROA poklesla výrazněji.

V letech 2008-2009 rentabilita aktiv poklesla o 1,78 procentních bodů, převážně to způsobil pokles rentability tržeb o 3,83 procentních bodů. Obrat aktiv také poklesl, a to o 1,84 obrátky, což bylo způsobeno nárůstem tržeb a navýšením hodnoty aktiv, největším za sledovaná období – 13,27%.

V dalším období, 2009-2010 následuje další pokles rentability aktiv. ROA poklesla o 2,81 procentních bodů a to z důvodu poklesu obou veličin. Jedná se o

největší pokles za sledované období. Rentabilita tržeb poklesla o 7,11%, protože výrazně poklesl čistý zisk – o 23,48%. Pokles ukazatele nezmírnil ani pokles tržeb o téměř 8%. I obrat aktiv klesl, nejvíce za sledované období – poklesl o 3,03 otáčky. Pokles způsobil růst objemu aktiv o 5,5% a pokles tržeb.

Poslední porovnávaná období jsou roky 2012-2013. Dochází k poklesu rentability aktiv o 1,76 procentních bodů. Rentabilita tržeb prudce poklesla, nejvíce za tyto roky. Došlo k poklesu o 7,58 procentních bodů a způsobil to pokles čistého zisku, největší za sledovaná období. Čistý zisk klesl o více jak 25%. Obrat aktiv také přispěl k poklesu ROA, snížil se o 1,1 otáčky. Přispělo k tomu zvýšení aktiv o téměř 2% a pokles tržeb.

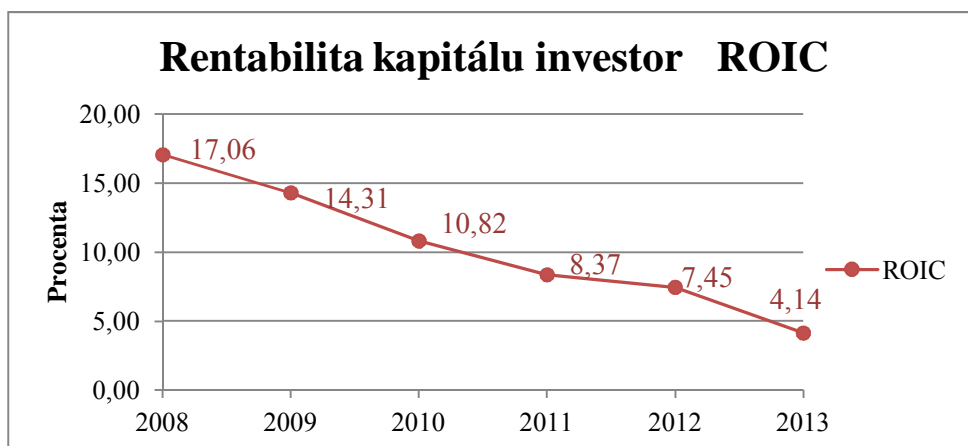
Pokud nyní vyhodnotíme pohyb rentability aktiv při použití čistého zisku v čitateli, zjistíme, že se za období 2008-2013 snížil o 60%. Prvním dílčím činitelem je obrat aktiv, který od roku 2008 klesal a v roce 2013 dosáhl pouze přibližně 66% své původní hodnoty z roku 2008. Rentabilita tržeb s čistým ziskem v čitateli činila v roce 2013 přibližně pouze 60% oproti roku 2008. Výrazný pokles jak ROS, tak obratu aktiv způsobil propad rentability aktiv.

6. 3. 3 Rentabilita kapitálu investor ROIC

Ukazatelem ROIC se měří výkonnost dlouhodobě investovaného kapitálu – proto má ve jmenovateli vlastní kapitál a dlouhodobé dluhy. Touto strukturou také abstrahuje od zdroje financování, což umocňuje další skutečnost - v čitateli počítá s EBIT zmenšeným o sazbu daně. Touto operací vlastně získáme zisk před zohledněním úroků z potenciálního cizího kapitálu, ale po zdanění, tedy jako by byl celý použitý kapitál vlastního původu. Jedná se tedy o další pohled na výkonnost podniku.

Jako u výše hodnocených ukazatelů rentabilit i ROIC významnou měrou klesá. V porovnání hodnoty ROIC z roku 2008 a 2013 klesá ukazatel na čtvrtinu své původní hodnoty. Při jeho výpočtu se používá hodnota EBIT, koeficientu daně z příjmu, vlastní kapitál a dlouhodobých dluhů. Hodnota ROIC je tedy definována vývojem těchto dílčích hodnot.

GRAF 15: VÝVOJ RENTABILITY KAPITÁLU INVESTORŮ (2008-2013)



Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

V období let 2008-2009 se rentabilita kapitálu investorů snížila o 2,75 procentních bodů. Došlo k nárůstu EBIT a poklesu sazby daně z příjmu z 21% na 20%, čímž se zvýšil čítec ukazatele. Zároveň ale došlo k nárůstu hodnoty vlastního kapitálu a to o téměř 15%, a prudkému nárůstu dlouhodobých dluhů o necelých 67%, čímž se značně zvýšil i jmenovatel ukazatele. Tak došlo k poklesu ROIC.

V druhém porovnávaném období – 2009-2010 se ROIC opět snížil, a to nejvíc za sledované období. Došlo k poklesu o 3,49 procentních bodů. Způsobil to pokles EBIT o přibližně 15%, sazba daně z příjmu se opět snížila o 1% na 19%. Zvyšování vlastního kapitálu pokračovalo, další zvýšení bylo o cca 7%. I dlouhodobý dluh vzrostl, o přibližně 24%. ROIC tedy sestoupil na hodnotu 11,23%.

V letech 2010-2011 pokračoval pokles rentability kapitálu investorů, snížení o 2,45 procentních bodů způsobil další pokles EBITu o cca 18%. Sazba daně z příjmu se od roku 2010 ustálila na 19%, dále bude neměnná. Růst vlastního kapitálu již nepokračuje takovou měrou jako v ostatních letech, došlo ke zvýšení o hodnotu 1,64%. Navyšování dlouhodobých dluhů také zpomalilo, dluhy vzrostly o přibližně 11%. Klesající trend ukazatele pokračuje.

A nezmění se ani v letech 2011-2012, kdy poklesne o 0,92 procentních bodů na hodnotu 7,45%. Za sledovaná období se jedná o nejmenší pokles. Pokles EBITu pokračuje, nyní poklesl o 4,33%. Pokles ROIC dále způsobil další nárůst vlastního

kapitálu o necelých 10%, i nárůst dlouhodobých dluhů o přibližně 5%. ROIC nyní nabývá hodnoty 7,67%.

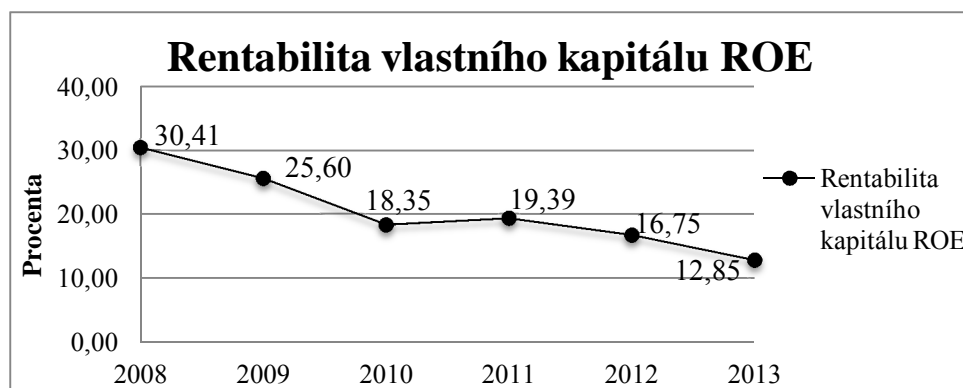
V posledním sledovaném období pokračuje pokles ukazatele o 3,31 procentních bodů. ROIC v roce 2013 nabývá hodnoty 4,42%. Tento pokles je způsoben převážně poklesem EBITu o 43%, protože hodnota vlastního kapitálu se snížila o 2,69% a dlouhodobé dluhy vzrostly o necelých 9%.

Ze sledovaných ukazatelů rentability klesá ROIC pravidelným, konstantním tempem. Za období let 2008-2013 se rentabilita kapitálu investorů dostává na přibližně 25% své původní hodnoty. Tento zvrát je způsoben radikálními pohyby jednotlivých proměnných, ze kterých se ukazatel počítá. EBIT se v porovnání prvního a posledního srovnávaného roku snížil o téměř 60%, vlastní kapitál vzrostl o více jak 30%, dlouhodobé dluhy dokonce navýšily svou původní hodnotu o cca 163%.

6. 3. 4 Rentabilita vlastního kapitálu ROE a pyramidový rozklad

Ukazatel rentability vlastního kapitálu se soustředí na hodnocení výkonnosti z pohledu vlastníků podniku, akcionářů, řeší tedy výkonnost jimi vloženého kapitálu. V grafu 16 lze vysledovat pohyb ROE od roku 2008 do roku 2013. Hodnota ROE klesá, v porovnání prvního a posledního období pokleslo o více jak polovinu. ROE je vypočten jako poměr čistého zisku a vlastního kapitálu. Pokud se tedy změní tyto dvě položky, změní se i rentabilita vlastního kapitálu. Od roku 2008 do roku 2013 vzrostla hodnota vlastního kapitálu téměř o 33%, oproti tomu čistý zisk poklesl o cca 44%.

GRAF 16: VÝVOJ RENTABILITY VLASTNÍHO KAPITÁLU ROE (2008-2013)



Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Graf naznačuje průběh vývoje ROE za 6 let. Došlo k poklesu z více jak 30% na necelých 13%. Největší pokles ukazatel zaznamenal v období let 2009-2010, kdy došlo ke snížení o 7,25 procentních bodů, což je pokles o více jak 28% z původní hodnoty. V prvním období a posledním došlo také k masivnímu poklesu, v letech 2008-2009 se jedná o pokles ukazatele o 4,81 procentních bodů. V letech 2012-2013 se jedná o pokles o 3,9 procentních bodů. Posledním poklesem za sledovaná období je období let 2011-2012, kdy ROE snížilo svou hodnotu o 2,64 procentních bodů. Jediným obdobím, kdy došlo k růstu je období 2010-2011. ROE zvýšilo svou hodnotu o 1,04 procentních bodů.

Ukazatel ROE lze rozložit na dílčí ukazatele. Tímto postupem lze snáze a přehledněji pochopit, proč došlo k jeho pohybům – tedy k poklesu. ROE lze rozložit na ukazatel finanční páky a rentability aktiv s použitím čistého zisku. Rentabilita aktiv lze dále rozložit na rentabilitu tržeb a obrát aktiv, tento rozbor proběhl výše. Následující schéma naznačuje strukturu rozboru.

Rozklad rentability vlastního kapitálu ROE

Nyní bude proveden rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu pro rok. V tabulce 20 jsou znázorněny hodnoty dílčích ukazatelů pro jednotlivé roky.

TABULKA 20: ROZKLAD RENTABILITY VLASTNÍHO KAPITÁLU (2008-2013)

Ukazatel (koef.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROS (%)	44,10	40,27	33,16	34,72	33,94	26,36
Obrát aktiv	27,21	25,37	22,34	21,35	19,32	18,22
ROA (%)	12,00	10,22	7,41	7,41	6,56	4,80
Finanční páka	2,53	2,51	2,48	2,62	2,55	2,68
ROE (%)	30,41	25,60	18,35	19,39	16,75	12,85

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Posun rentability vlastního kapitálu v roce 2009 oproti 2008 představuje pokles o 4,81 procentních bodů. Rozložení ROE na ROA a finanční páku ukazuje, že za tímto poklesem stojí spíše pokles ROA než finanční páky. Finanční páka se totiž snížila o 0,02, protože došlo jak k růstu objemu aktiv – o více jak 13%, tak k růstu objemu vlastního kapitálu – o více jak 14%. Také došlo k poklesu čistého zisku, o necelá 4%, což spolu s růstem objemu aktiv vysvětluje pokles ROA o 1,78%.

V dalším období let 2009-2010 ROE pokleslo nejvíce za toto období, konkrétně o 7,25 procentních bodů. Opět za tímto propadem stojí spíše pokles ROA než finanční páky. Finanční páka poklesla o 0,03, ROA ale o 2,81%. Aktiva totiž celé sledované období navyšují svůj objem, zatímco čistý zisk významně kolísá. V tomto období došlo k propadu čistého zisku o více jak 23%.

Mezi roky 2010 a 2011 došlo k jedinému navýšení ukazatele ROE, konkrétně o 1,04 procentních bodů. Hodnota ukazatele ROA je stejná jako v předchozím období, takže nárůst ROE byl způsoben pouze zvýšením hodnoty finanční páky. Ta vzrostla o 0,14 a to bylo způsobeno působením nárůstu hodnoty aktiv o 7,35% a také vlastního kapitálu o 1,64%.

Další roky ovšem pokračuje propad ukazatele. V letech 2011-2012 pokleslo ROE o 2,64 procentních bodů. Rozklad ukazuje, že to způsobil pokles obou ukazatelů. ROA se snížila o 0,85%, protože poklesla hodnota čistého zisku o 5,36% a zároveň se zvýšila hodnota aktiv o 6,99%. Finanční páka se zmenšila o 0,07 z důvodu zmiňovaného nárůstu objemu aktiv a také došlo ke zvýšení vlastního kapitálu o téměř 10%.

I v posledním sledovaném období, 2012-2013, došlo k poklesu ROE, o 3,9 procentních bodů. V tomto období došlo k nárůstu finanční páky, konkrétně o 0,13, propad rentability vlastního kapitálu tak byl způsoben čistě snížením rentability aktiv. Růst finanční páky způsobil nárůst objemu aktiv o téměř 2% a pokles vlastního kapitálu o 2,69%. ROA poklesla o 1,76% a způsobil to pokles čistého zisku o více jak 25%.

Za sledovaná období se hodnota rentability vlastního kapitálu snížila o 17,56 procentních bodů, což činí pokles o cca 58%. Rozkladem bylo zjištěno, že za těmito propady stojí zejména klesání rentability aktiv, protože finanční páka oscilovala v pásmu +0,14, -0,03. Zejména je pak hodnota finanční páky v roce 2013 vyšší než ve výchozím roce 2008. ROA klesala z důvodu zmenšování čistého zisku, hodnota aktiv se relativně konstantně navyšovala. Rozbor rentability aktiv proběhl výše.

Dalším způsobem, kterým lze rozložit ukazatel rentability vlastního kapitálu, je vyjádřen následujícím schématem. Jsou zde zdůrazněny zejména tři důležité vlivy: vliv zadluženosti, míra zdanění a rentabilita aktiv. Jednotlivé ukazatele mají mezi sebou multiplikační vztah.

V následující tabulce jsou pro jednotlivé roky vypočteny dílčí ukazatele, ze kterých se ROE skládá.

TABULKA 21: ROZKLAD UKAZATELE RENTABILITA VLASTNÍHO KAPITÁLU

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ziskové rozpětí	0,4573	0,4696	0,4294	0,3427	0,3386	0,2008
Úroková redukce zisku	1,1660	1,0345	0,9403	1,1912	1,1803	1,4761
Daňová redukce zisku	0,8271	0,8289	0,8214	0,8506	0,8492	0,8891
Obrat aktiv	0,2721	0,2537	0,2234	0,2135	0,1932	0,1822
Finanční páka	2,5341	2,5059	2,4759	2,6151	2,5550	2,6761
ROE	30,41	25,60	18,35	19,39	16,75	12,85

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

6. 3. 5 *Další využití ukazatel*

V literární rešerši bylo zmíněno další využití ukazatelů, použitých pro rozklad ukazatelů rentability. Jde jimi posoudit vhodnost a optimálnost využití cizích zdrojů v podniku. Kritéria výhodnosti použití cizích zdrojů jsou dvě a v následujícím textu budou rozebrána.

Ziskový úinek finan ní páky

V literární rešerši je uvedeno, že multiplikátor kapitálu akcionářů, jak se také finanční páce říká, značí, zda je přítomnost cizího kapitálu v podniku přínosem. Je-li ziskový účinek finanční páky větší než 1, je pro podnik vhodné využívat cizí kapitál a může jeho podíl dále navyšovat.

TABULKA 22: ZISKOVÝ ÚČINEK FINANČNÍ PÁKY

Ukazatel (koef.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ziskový účinek finanční páky	2,95	2,59	2,33	3,12	3,02	3,95

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Z těchto výsledků je jasné, že podnik umí pracovat s cizím kapitálem, využívá jej vhodným způsobem. Minimální hodnotou by byl výsledek 1, ve všech letech její podniková hodnota několikrát převyšuje.

Index finanční páky

Index finanční páky získáme poměření rentability vlastního kapitálu ku rentabilitě celkového kapitálu, tedy aktiv. Pomocí tohoto indexu lze určit, zda je použití cizích zdrojů generuje pro podnik výhodné. Pokud index vyjde větší 1, je cizí kapitál vhodný.

TABULKA 23: INDEX FINANČNÍ PÁKY

Ukazatel (koef.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Index finanční páky	2,44	2,15	1,91	2,65	2,56	3,51

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

I tento způsob určení vhodnosti cizích zdrojů v podniku jednoznačně potvrzuje správné použití cizího kapitálu. Všechny hodnoty za sledovaná období několikanásobně převyšují minimální hranici indexu.

Další ukazatele o ukazatele zadluženosti

V souvislosti s využíváním cizího kapitálu, respektive vhodností tohoto využití, je na místě doplnit toto hodnocení některými ukazateli zadluženosti.

V následující tabulce je výpočet ukazatelů, které byly vysvětleny v literární rešerši.

TABULKA 24: VYBRANÉ UKAZATELE ZADLUŽENOSTI

Ukazatel (koef.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ukazatel věřitelského rizika	0,5072	0,5076	0,5089	0,5335	0,5202	0,5281
Úrokové krytí	19,42	17,94	9,97	8,75	9,09	6,10

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Ukazatel věřitelského rizika: Teorie praví, že podnik, který má závazky větší než jsou jeho aktiva, je označován jako předlužený. V tomto případě podnik udržuje konstantní hladinu zadlužení, využívání cizích zdrojů. Za sledovaná období významně vzrostla hladina dluhů v absolutním vyjádření, zároveň ale vzrostla i hodnota aktiv. Pokud se tedy nezvyšuje hladina zadlužení prudkým tempem, nebo se neblíží koeficientu 1 (což by znamenalo, že je hodnota aktiv rovna hodnotě dluhů), a dále je podnik schopen vyprodukovat dostatek prostředků pro krytí nákladů na cizí kapitál (viz ukazatel úrokového krytí), je pro něj bezpečné využívat financování cizími zdroji. Tyto podmínky podnik splňuje, přítomnost cizích zdrojů v podniku je vhodná.

Ukazatel úrokového krytí: Cizí kapitál generuje náklady na jeho užití, obvykle ve formě úroků. Úrokové krytí ukazuje, zda je podnik schopen vygenerovat prostředky pro úhradu těchto nákladů. Pokud je ukazatel vyšší 1, má podnik prostředky pro krytí nákladů. Podnikové hodnoty, ač se za sledovaná období zmenšují, stále několikrát přesahují požadovanou hodnotu 1. Spolu s výsledky ukazatele věřitelského rizika lze podniku doporučit využívání cizích zdrojů.

Další ukazatele a ukazatele vycházející z kapitálového trhu

Výkonnost podniku lze hodnotit také na základě kapitálových údajů. V následující tabulce jsou vypočteny 4 ukazatele, pomocí kterých lze zhodnotit podnikový přístup k akcionářům, respektive vyplácené dividendy a část zisku určený na výplatu dividend.

TABULKA 25: VYBRANÉ UKAZATELE VYCHÁZEJÍCÍ Z KAPITÁLOVÉHO TRHU

Ukazatel (koef.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	87,58	84,44	64,61	69,40	65,68	49,02
Výplatní poměr	0,57	0,63	0,77	0,65	0,61	0,82
Aktivační poměr	0,43	0,37	0,23	0,35	0,39	0,18
Míra růstu invest. kapitálu akcionářů g	13,05	9,53	4,15	6,82	6,55	2,36

Zdroj: Autor na základě dat z výročních zpráv let 2008-2013

Ukazatel EPS vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na akcii. Čistý zisk je dělen na část, která připadne na výplatu dividend a část, která je určena pro další rozvoj

podniku. EPS ve sledovaných letech klesá, protože se snižuje vytvořený čistý zisk, ale akcií je konstantní množství. Dividendová politika společnosti se projevuje ve výši dividend v roce 2008 - 50 Kč, 2009 – 53 Kč, 2010 – 50 Kč, 2011 – 45 Kč, 2012 – 40 Kč a 2013 – 40 Kč. Můžeme vidět, že jak klesá EPS, tak stoupá výplatní poměr, což je porovnání dividendy na akcii ku zisku na akcii – dalo by se tedy říci, že dividendy zdaleka neklesají stejnou měrou jako čistý zisk. A jak stoupá výplatní poměr, tak klesá hodnota aktivačního poměru, protože tyto dva poměry dohromady dávají koeficient 1. Aktivační poměr ukazuje, jaká část čistého zisku zbyla podniku pro reinvestování, pro jeho podnikatelské činnosti, poté, co uspokojil své závazky vůči státu, investorům, akcionářům, apod.

Posledním hodnoceným ukazatelem je míra růstu investovaného kapitálu akcionářů, označovaný „g“. Je vypočítán jako rentabilita vlastního kapitálu násobená aktivačním poměrem. Ukazatel se odhaduje, jaký efekt bude mít zisk ponechaný v podniku pro jeho užití, další rozvoj. Výsledné hodnoty ukazatele mají výraznou klesající tendenci, je však stále větší než 1. I nejmenší hodnota ukazatele v posledním sledovaném roce, je více jak dvakrát větší než efektivní minimum – koeficient 1.

7. Aplikace vybraných metod hodnocení

V této části diplomové práce je navázáno na předchozí kapitolu a proběhne porovnání ukazatelů rentability s daty sebranými a vyhodnocenými Českým statistickým úřadem, dále výpočet a hodnocení bankrotních a bonitních ukazatelů a analýza INFA.

7.1 Porovnání hodnot ukazatelů rentabilit podniků s hodnotami pro mysl a odv tví

ČSÚ počítá ukazatele rentability pro celý průmysl, i pro konkrétní odvětví dle členění CZ-NACE. ČEZ, a. s. svou činností spadá do odvětví D: Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu. Data byla sesbírána od právnických i fyzických osob, konkrétně jsou data charakterizována jako: *šSouhrn za právnické a fyzické osoby, základní ukazatele pro myslových subjekt podle sekcí CZ-NACE o Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu (D)õ*. (www.czso.cz) Hodnoty celého průmyslu jsou definovány: *šSouhrn za právnické a fyzické osoby, základní ukazatele pro myslových subjekt podle sekcí CZ-NACE o Průmysl celkemõ*. Dokumenty jsou dostupné na webových stránkách Českého statistického úřadu (www.czso.cz).

V tabulce je přehled osob zúčastněných v šetření. Pro roky 2012 a 2013 nejsou data k dispozici.

TABULKA 26: POČET JEDNOTEK V ŠETŘENÍ

Počet jednotek	2008	2009	2010	2011	2012	2013
„D“	1230	1701	3267	5192	-	-
„Průmysl“	155649	161108	176978	185442	-	-

Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z ČSÚ

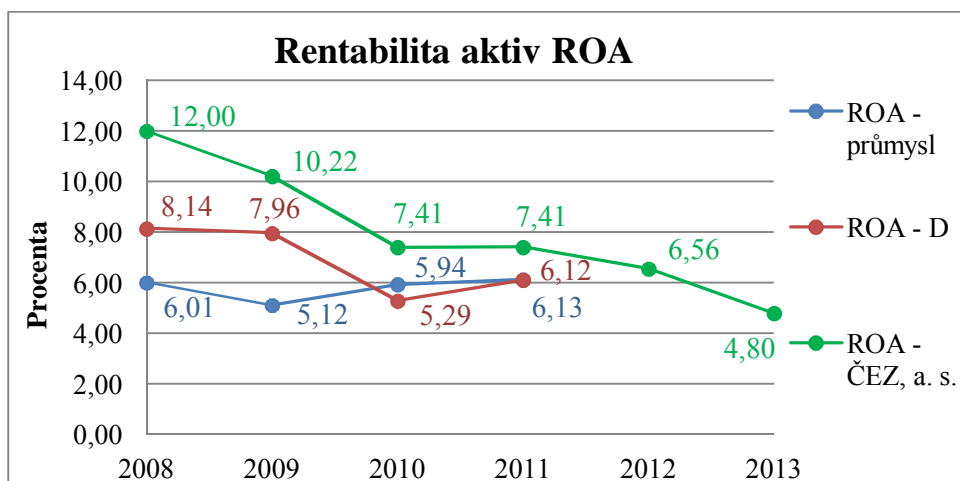
Porovnání proběhne u ukazatelů rentabilita aktiv (ROA), vlastního kapitálu (ROE) a tržeb (ROS), v letech 2008 – 2011. Pro roky 2012 a 2013 nejsou data z ČSÚ k dispozici, přesto jsou v grafech hodnoty za podnik, aby bylo možné odhadnout další, budoucí vývoj a směr pohybu ukazatelů.

7. 1. 1 Porovnání hodnot rentability aktiv

V grafu 17 je znázorněn vývoj ukazatele rentabilita aktiv pro všechny 3 hodnocené subjekty – celý průmysl, odvětví D a podnik. Na všech křivkách je znát silná klesající tendence. Tím, že jsou pro podnik známy údaje až do roku 2013, je klesající profil křivky ještě více umocněn. ČSÚ provádí výpočet ukazatele s použitím modifikace zisku EAT, tento postup byl pro výpočet podnikových hodnot dodržen.

Rentabilita aktiv celého průmyslu i odvětví D je v porovnání let 2008-2009 klesající, stejně tak jako hodnoty podniku. Hodnota ČEZ, a. s. poklesla nejvíc, ale stále se jeho hodnoty drží s rezervou nad průměrnými hodnotami. V dalším období, 2009-2010 průměrná hodnota za celý průmysl roste, zvýšila se o 0,82 procentních bodů. Odvětví D naopak prudce pokleslo, pokles činil 2,67 procentních bodů. Podniková hodnota se snížila ještě více, o 2,81 procentních bodů. V posledním porovnávaném období let 2010-2011 průměrné hodnoty za průmysl i za odvětví D rostou, podniková hodnota rentability aktiv stagnuje a nemění se. V tomto posledním společném časovém bodě se hodnota podniku liší o 1,29 procentních bodů od hodnoty odvětví D a 1,28 procentních bodů od hodnoty celého průmyslu.

GRAF 17: RENTABILITA AKTIV PRŮMYSLU, ODVĚTVÍ D A PODNIKU



Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z ČSÚ

Hodnocení rentability aktiv by se dalo shrnout tak, že všechny křivky se od sebe svým profilem liší. Křivka podniku a křivka odvětví D si jsou svým průběhem bližší, což se dá odůvodnit podobnou činností, jsou tedy ovlivňovány stejnými událostmi.

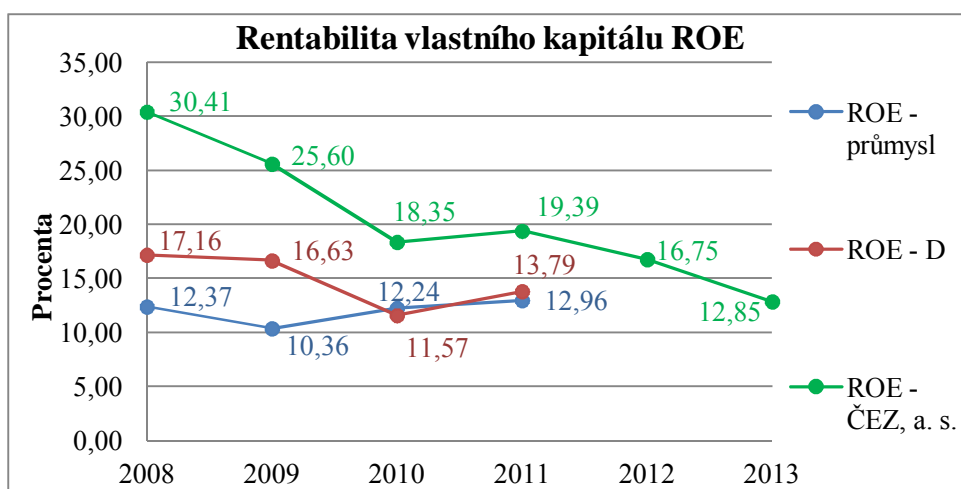
Hodnoty ČEZ, a. s. jsou ve všech sledovaných obdobích vyšší než hodnoty průmyslu a odvětví D. Na základě vývoje hodnot podniku v letech 2012 a 2013 se dá očekávat další pokles i u hodnot celého průmyslu, a zejména odvětví D.

7. 1. 2 Porovnání hodnot rentability vlastního kapitálu

Hodnoty ukazatele a jejich vývoj jsou v grafu 18. Stejně jako u ukazatele ROA je i zde klesající vývoj. Výpočet ROE je také prováděn s hodnotou čistého zisku v čitateli.

V prvním srovnávaném období všechny hodnoty rentability vlastního kapitálu klesají. Průmysl klesá o 2,01 procentních bodů, odvětví D o 0,53 procentních bodů a hodnota podniku o 4,81 procentních bodů. Podnikový výrazný pokles značně snižuje jeho „náskok“ oproti průměrným hodnotám. V počátečním období tvořil téměř dvojnásobek hodnoty ROE pro odvětví D a více jak dvojnásobek pro celý průmysl. V letech 2009-2010 pokračuje pokles u podniku o 7,25 procentních bodů, a u odvětví D o 5,06 procentních bodů. Průmyslová průměrná hodnota naopak roste, meziroční růst činil 1,88 procentních bodů. Z tohoto poklesu, který se vlastně týkal podniků v odvětví D, ale ne celého průmyslu, lze usoudit, že zapůsobil určitý faktor, který způsobil razantní pokles ROE. V letech 2010-2011 rostou hodnoty všech tří srovnávaných subjektů. Hodnota průmyslu, odvětví D a podniku vzrostla o 0,72, resp. 2,22 a 1,04 procentních bodů. Výsledkem pohybů ROE za srovnávaná období je, že se podnikové „vedení“ v hodnotě rentability vlastního kapitálu snížilo. Podniková hodnota je v roce 2011 vyšší nad hodnotou odvětví D, resp. průmyslu o 5,6, resp. 6,43 procentních bodů.

GRAF 18: RENTABILITA VLASTNÍHO KAPITÁLU PRŮMYSLU, ODVĚTVÍ D A PODNIKU



Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z ČSÚ

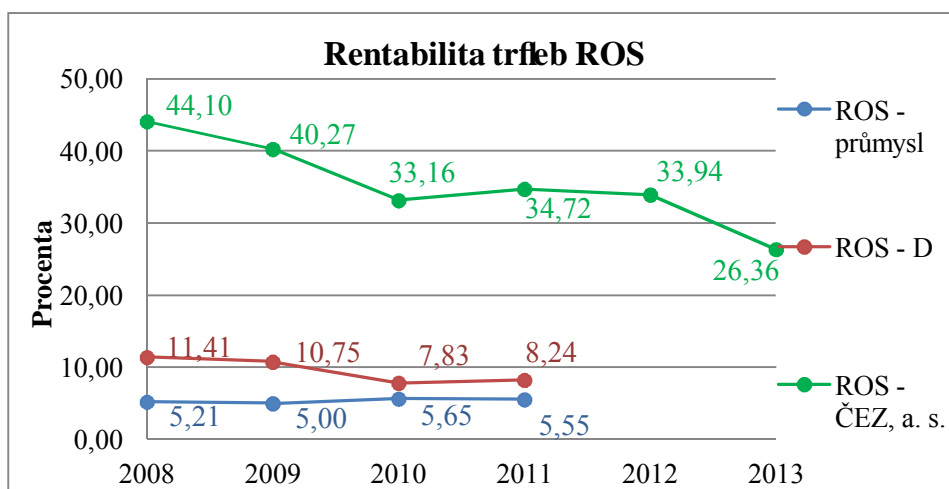
Jako u rentability aktiv, si je i zde průběhem bližší křivka za podnik a odvětví D. Ve všech sledovaných obdobích je podniková hodnota vyšší než oborová a průmyslová. Hodnoty podniku v roce 2012 a 2013 klesají dále, je pravděpodobné, že stejný vývoj budou mít i hodnoty odvětví D a průmyslu.

7. 1. 3 Porovnání hodnot rentability tržeb

Průběh křivek znázorňuje graf 19. U výpočtu podnikové hodnoty byl dodržen postup výpočtu ukazatele s použitím čistého zisku. Rentabilita tržeb se od rentability aktiv a vlastního kapitálu odlišuje již na první pohled. Podnikové hodnoty jsou několikanásobně vyšší než hodnoty průmyslu a odvětví D. Vývoj hodnot podniku a odvětví D si je více podobný oproti hodnotám průmyslu. Je to zřejmě tím, že rozdíl průmyslových hodnot je „setřený“ oproti přímému odrazu oborové situace v odvětví D.

V letech 2008-2009 všechny tři hodnoty rentability tržeb klesají. Největší pokles, 3,83 procentních bodů, zaznamenala hodnota podniku. Tento trend pokračuje i v dalším období. Podniková hodnota poklesla o 7,11 procentních bodů, odvětví D o 2,92 procentních bodů. Průměrná hodnota rentability tržeb v průmyslu vzrostla o 0,65 procentních bodů. Vývoj v posledním období je opačný než v letech 2009-2010. Hodnota průmyslu klesla o 0,1 procentních bodů, kdežto hodnoty podniku a odvětví D vzrostly. Podniková hodnota se zvýšila o 1,56 procentních bodů, odvětví D o 0,41 procentních bodů. Podniková hodnota je v roce 2011 větší o 18,12 procentních bodů než hodnota odvětví D a o 20,81 procentních bodů než průmyslová hodnota.

GRAF 19: RENTABILITA TRŽEB PRŮMYSLU, ODVĚTVÍ D A PODNIKU



Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z ČSÚ

V dalších obdobích jsou podnikové hodnoty klesající, dá se předpokládat, že tento pokles bude odvětví D následovat.

Je zajímavé, že zatímco křivky rentability aktiv a vlastního kapitálu průmyslu a odvětví D se „proplétají“, jejich hodnoty jsou si velmi podobné, v případě rentability tržeb jsou hodnoty průmyslu „pod“ odvětvím D. Odvětví D je vždy nejméně o 2 procentní body výše než průměrná hodnota průmyslu. Mohlo by se zřejmě jednat o významný rys, charakterizující právě tento obor podnikání.

7. 1. 4 Vyhodnocení porovnávání podnikových hodnot s odvětvím D a celým průmyslem

Hodnocené ukazatele rentability jsou v letech 2008-2011, ke kterým jsou dostupná data, vyšší než průměrné hodnoty nejen za odvětví D, ale i za celý průmysl. Také tato data vykazují klesající charakter, který je zřetelnější u podniku.

7. 2 Bankrotní a bonitní ukazatele

V této kapitole jsou vypočteny a vyhodnoceny souhrnné ukazatele, které byly představeny v literární rešerši. U každého modelu jsou dílčí části, ze kterých se skládá, i výsledný koeficient, který je pro větší přehlednost barevně ohodnocen. Zelená barva znamená pozitivní hodnocení, šedá představuje šedou zónu a červená barva charakterizuje negativní výsledek.

7. 2. 1 Model IN 95

Index IN 95 je opatřen vahami autory přímo určenými pro podmínky v České republice, a také pro odvětví E podle OKEČ, čímž zvyšují vypovídající hodnotu výsledků indexu.

V tabulce 27 jsou vypočtené hodnoty pro podnik. Pro poslední ukazatel, hodnotu ZPL, předpokládám, že společnost řádně plní své obchodní závazky, požadovaná data nejsou ve výroční zprávě k dispozici.

TABULKA 27: PARAMETRY INDEXU IN 95 A VÝSLEDNÝ KOEFICIENT

Ukazatel	Váha	2008	2009	2010	2011	2012	2013
A/CZ	0,22	0,363	0,366	0,369	0,356	0,361	0,351
EBIT/Ú	0,11	1,832	1,907	1,166	0,808	0,847	0,454
EBIT/A	8,33	1,037	0,992	0,799	0,609	0,545	0,305
VÝN/A	0,52	0,164	0,149	0,129	0,132	0,117	0,111
OA/(KZ+KBÚ)	0,1	0,082	0,090	0,110	0,113	0,132	0,136
ZPL/VÝN	-16,8	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
IN 95		3,478	3,505	2,574	2,018	2,002	1,358

Zdroj: Vlastní tvorba na základě výpočtů a dat z výročních zpráv

Hodnocení výsledků IN 95 pro jednotlivé roky je v následující tabulce. Lze vysledovat klesající tendenci ukazatele, kdy například v prvním období má ukazatel více jak dvojnásobnou hodnotu oproti poslednímu období. Pro období 2008-2012 vyšel index větší 2, což značí bezproblémovost hrazení svých závazků. V letech 2011 a 2012 je hodnota IN 95 těsně nad hranicí hodnoty 2. V roce 2013 poklesla podniková hodnota již pod hranici 2 a spadá do šedé zóny, situace je tedy potenciálně riziková.

TABULKA 28: DOPORUČENÉ HODNOTY PRO VYHODNOCOVÁNÍ MODELU IN95

Hodnota IN 95	Hodnocení
IN95 > 2	Podnik je schopen bezproblémově hradit své závazky
1 < IN95 < 2	Šedá zóna, může nastat problém s hrazením závazků
IN95 < 1	Podnik nemá dostatečnou schopnost plnit své závazky

Zdroj: Neumaierová I., Neumaier I., 2002

Nyní vypočtu index IN 95 pro váhy určené přímo pro odvětví E dle OKEČ.

TAB : HODNOTY IN 95 S VAHAMÍ PRO ODVĚTVÍ PODNIKU

Ukazatel	Váha	2008	2009	2010	2011	2012	2013
A/CZ	0,15	0,248	0,250	0,252	0,243	0,246	0,239
EBIT/Ú	0,11	2,498	2,601	1,590	1,101	1,156	0,620
EBIT/A	4,61	0,019	0,018	0,014	0,011	0,010	0,005
VÝN/A	0,72	0,047	0,043	0,037	0,038	0,034	0,032
OA/(KZ+KBÚ)	0,1	0,123	0,136	0,166	0,170	0,197	0,204
ZPL/VÝN	-55,89	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
IN 95 (váhy OKEČ – E)		2,934	3,047	2,059	1,563	1,643	1,101

Zdroj: Vlastní tvorba na základě výpočtů a dat z výročních zpráv

Váhy určené pro odvětví E – elektřina, voda, plyn, podle členění OKEČ, změnilly výsledné hodnoty indexu IN 95 a také hodnocení. Nyní se podnik ocitá v bezproblémovém pásmu v letech 2008-2010, pro roky 2011-2013 je v šedé zóně.

7. 2. 2 Model IN 99

IN 99 se od svého předchůdce IN 95 liší pohledem, který zaujímá. IN 99 hledí na podnik spíše pohledem vlastníka, který očekává, že podnik tvoří hodnotu. Autoři identifikovali faktory, které nejvíce přispívají k tvorbě hodnoty a podle toho jim také přisoudili váhu.

TABULKA 29: PARAMETRY INDEXU IN 99 A VÝSLEDNÝ KOEFICIENT

Ukazatel	Váha	2008	2009	2010	2011	2012	2013
A/CZ	-0,017	-0,028	-0,028	-0,029	-0,028	-0,028	-0,027
EBIT/A	4,573	0,569	0,545	0,439	0,335	0,299	0,167
VÝN/A	0,481	0,152	0,137	0,119	0,122	0,108	0,103
OA/(KZ+KBÚ)	0,015	0,012	0,014	0,017	0,017	0,020	0,020
IN 99		0,705	0,667	0,546	0,446	0,399	0,264

Zdroj: Vlastní tvorba na základě výpočtů a dat z výročních zpráv

Pohledem na časovou řadu zjistíme, že i výsledky podle IN 99 mají klesající charakter. Porovnáním s výsledkovou tabulkou podle IN 99 podnik hodnotu netvoří, pouze v prvním období, roce 2008, spadá podnik do šedé zóny. V podrobnějším hodnocení je těsně nad hranici posledního pásma šedé zóny, která je ohodnocena jako „v podniku převažují nevýhody“. V ostatních letech podnikové hodnoty patří do poslední skupiny, ze které vyplývá, že podnik nedosahuje ekonomického zisku.

TABULKA 30: DOPORUČENÉ HODNOTY PRO VYHODNOCOVÁNÍ MODELU IN 99

Hodnota IN 99	Hodnocení
IN99 > 2,07	Podnik produkuje kladnou hodnotu ekonomického zisku
0,684 < IN99 < 2,07	Šedá zóna, situace není jednoznačná, signalizuje problémy
1,420 < IN99 < 2,07	Situace v podniku není tak špatná
1,089 < IN99 < 1,420	Situace je nerozhodná
0,684 < IN99 < 1,089	V podniku převažují nevýhody
IN99 < 0,684	Podnik nedosahuje ekonomického zisku

Zdroj: Neumaierová I., Neumaier I., 2002

7. 2. 3 Model IN 01

Model IN 01 je dále upraven o určité faktory a je spojením předchozích dvou modelů – IN 95 a IN 99. Autoři jej vytvořili se záměrem postihnout další situace, které mohou nastat – podniky, které tvoří hodnotu, ale neplní závazky a naopak, podniky plnící závazky, ale netvořící hodnotu. Model je vhodný pro hodnocení průmyslu.

I zde byla určena hodnota výnosů, krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů jako v modelu IN 95.

TABULKA 31: PARAMETRY INDEXU IN 01 A VÝSLEDNÝ KOEFICIENT

Ukazatel	Váha	2008	2009	2010	2011	2012	2013
A/CZ	0,13	0,215	0,216	0,218	0,210	0,214	0,208
EBIT/Ú	0,04	0,666	0,694	0,424	0,294	0,308	0,165
EBIT/A	3,92	0,488	0,467	0,376	0,287	0,256	0,143
VÝN/A	0,21	0,066	0,060	0,052	0,053	0,047	0,045
OA/(KZ+KBÚ)	0,09	0,074	0,081	0,099	0,102	0,118	0,122
IN 01		1,509	1,518	1,170	0,946	0,944	0,684

Zdroj: Vlastní tvorba na základě výpočtů a dat z výročních zpráv

I hodnocení podle modelu IN 01 ukazuje, že se pozice podniku časem zhoršuje. V roce 2009 oproti roku 2008 index mírně vzrostl, jedná se však o jediný růst a v dalších letech podnikové hodnoty indexu klesají. Kromě posledního roku spadají podnikové hodnoty do šedé zóny. Poslední období je podniková hodnota již pod hranicí šedé zóny a podnik je vyhodnocen jako bankrotní.

TABULKA 32: DOPORUČENÉ HODNOTY PRO VYHODNOCOVÁNÍ MODELU IN01

Hodnota IN 01	Hodnocení
$IN01 > 1,77$	Podnik tvoří hodnotu
$0,75 < IN01 < 1,77$	Šedá zóna
$IN01 < 0,75$	Podnik spěje k bankrotu

Zdroj: Neumaierová I., Neumaier I., 2002

7. 2. 4 Taffler v model

Posledním použitým modelem ze skupiny bankrotních modelů je Tafflerův model. Pro hodnocení jsem použila jeho modifikovanou formu, která se od své původní podoby liší posledním vzorcem.

TABULKA 33: PARAMETRY TAFFLEROVA MODELU A VÝSLEDNÝ KOEFICIENT

Ukazatel	Váha	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/(KZ+KBÚ)	0,53	0,214	0,283	0,288	0,213	0,205	0,119
OA/CZ	0,13	0,054	0,044	0,042	0,043	0,048	0,046
(KZ+KBÚ)/A	0,18	0,055	0,040	0,032	0,033	0,030	0,029
T/A	0,16	0,044	0,041	0,036	0,034	0,031	0,029
Tafflerův model (modif.)		0,367	0,407	0,398	0,323	0,314	0,223

Zdroj: Vlastní tvorba na základě výpočtů a dat z výročních zpráv

Za pomoci vyhodnocovací tabulky zjistíme, že podle Tafflerova modelu je podnik v letech 2008-2012 v bezpečí, nehrozí mu bankrot, respektive pravděpodobnost bankrotu je minimální. V roce 2013 podniková hodnota klesá a ocitá se mezi zónami velké a malé pravděpodobnosti bankrotu.

TABULKA 34: DOPORUČENÉ HODNOTY PRO VYHODNOCOVÁNÍ TAFFLEROVA MODELU

Hodnota Tafflerova modelu (modifikovaný)	Hodnocení
$ZT(z) < 0,2$	Velká pravděpodobnost bankrotu
$ZT(z) > 0,3$	Malá pravděpodobnost bankrotu

Zdroj: Holečková J., 2008

7. 2. 5 Kralicek v Quicktest

Tento model spadá do skupiny bonitních modelů, jejichž cílem je hodnocení bonity, neboli finančního zdraví podniku.

Nezdaněný cash flow byl vypočten dle návodu autora, tedy zisk po zdanění + daň z příjmu + odpisy.

Na základě autorem doporučených hodnot ukazatelů jsem přiřadila výsledkům body, z nichž jsem vypočetla průměr.

TABULKA 35: HODNOCENÍ VYPOČTENÝCH UKAZATELŮ KRALICEKOVA TESTU

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
R1	4	4	4	4	4	4
R2	4	4	3	3	3	2
R3	3	2	2	1	1	1
R4	4	4	4	4	4	4
Průměr bodů	3,75	3,5	3,25	3	3	2,75

Zdroj: Vlastní tvorba na základě výpočtů a dat z výročních zpráv

Autor uvádí, že pokud má podnik více jak 3 body, jedná se o velmi dobrý podnik. Hodnocení podniku časem klesá, nicméně kromě posledního období toto kritérium splňuje a je tedy hodnocen pozitivně. V posledním roce hodnota na 3 body nedosahuje a tak se podnik dostává do šedé zóny.

7. 2. 6 Shrnutí výsledk bankrotních a bonitních model

V podkapitolách 7. 2. 1 – 7. 2. 5 byly představeny výsledky bankrotních a bonitních modelů. V této podkapitole shrnu jejich výsledky, které jsou shromážděny v následující tabulce.

Kralicekův Quicktest, Tafflerův model a index IN 95 (s původními vahami) hodnotí podnik nejlépe – pět období, která jsou hodnocena optimisticky a podnik není ohrožen bankrotem a je schopen hradit své závazky. Jedno období spadá do šedé zóny. V pozitivním hodnocení je následuje model IN 95 s vahami určenými pro podnikové odvětví se třemi obdobími hodnocenými jako bezproblémovými v hrazení závazků a třemi obdobími spadajícími do šedé zóny. Zbylé dva modely hodnotí podnik značně přísněji. IN 01 hodnotí pět období jako nejednoznačné, z jednoho období je podnik hodnocen jako bankrotní. IN 99 hodnotí pouze v jednom období podnik jako spadající do šedé zóny, ostatních pět období získává ohodnocení „nedosahuje ekonomického zisku“.

Tato tabulka se dá hodnotit i jiným způsobem než horizontálně. Hodnotit se dá i vertikálně, tedy každý rok zvlášť. Jednotlivé výsledky modelů se shodovaly v jedné věci: výsledky klesají. Obzvlášť dobře je to znát právě z následující tabulky díky barevné odlišnosti. Nejlépe je hodnocen první rok, rok 2008, který je hodnocen čtyřmi modely pozitivně, dva modely přiřazují podniku šedou zónu. V druhém hodnoceném roce přetrvává pozitivní hodnocení modelu IN 95 v obou verzích, Kralicekova a Tafflerova modelu, neutrální IN 01, ale hodnocení IN 99 se zhoršuje na negativní hodnocení a již tak zůstává. V roce 2010 pozitivně hodnotí Tafflerův a Kralicekův model a oba IN 95, negativně opět IN 99, a do šedé zóny je podnik zařazen modelem IN 01. Rok 2011 je pozitivně hodnocen jen Tafflerovým a Kralicekovým modelem a IN 95 s původními vahami, IN 99 jej hodnotí záporně a zbylé dva modely jej označují jako šedou zónu. Hodnoty roku 2012 jsou poslední částečně pozitivně hodnocené, podnik spadá dvakrát do šedé zóny, jednou je hodnocen negativně. Nejhorší hodnocení má poslední rok, kdy je všemi ukazateli hodnocen neutrálně nebo přímo negativně.

Porovnáním roku 2008 a 2013 zjistíme, že každý model přesunul své hodnocení o příčku směrem dolů, tedy negativně.

TABULKA 36: SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ BANKROTNÍCH A BONITNÍCH MODELŮ

Model	2008	2009	2010	2011	2012	2013
IN 95	3,478	3,505	2,574	2,018	2,002	1,358
IN 95 (váhy OKEČ – E)	2,934	3,047	2,059	1,563	1,643	1,101
IN 99 (váha x koeficient)	0,705	0,667	0,546	0,446	0,399	0,264
IN 01	1,509	1,518	1,170	0,946	0,944	0,684
Tafflerův model	0,367	0,407	0,398	0,323	0,314	0,223
Kralicekův Quicktest	3,75	3,75	3,25	3	3	2,75

Zdroj: Vlastní tvorba na základě výpočtů a dat z výročních zpráv

7. 3 Analýza INFA

Analýza INFA je dostupná z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu. Po zvolení požadovaných období 2008-2012 (lze čtvrtletně či ročně) byla zadána vstupní data z dostupných výkazů podniku. Pro analýzu lze vybrat z odvětví podle členění NACE, společnost ČEZ, a. s. patří svou činností do odvětví D. Dalším

krokem bylo zvolení Porovnání jednotlivých ukazatelů, druhá varianta Porovnání systému ukazatelů není zatím k dispozici. Dále byl zvolen automatický výpočet r_e .

Po těchto úvodních krocích proběhl výpočet a bylo možné vybrat z řady ukazatelů, které chceme hodnotit. Jedná se o následující ukazatele:

- Skupina ukazatelů Spread: ROE, Spread, r_e
- Skupina ukazatelů Tvorba EBIT: Produkční síla - EBIT/A, Marže - EBIT/obrat, Obrat aktiv - obrat/aktiva
- Skupina ukazatelů Dělení EBIT: VK/A, UZ/A, CZ/ZISK
- Skupina ukazatelů Finanční stabilita: Likvidita L1, Likvidita L2, Likvidita L3
- Skupina ukazatelů Ostatní vlivy na r_e : Bezriziková sazba r_f , Riziková přírážka r_{LA}

Také se zde dá zvolit, s kterými podniky chceme podnik srovnávat. Na výběr jsou následující možnosti:

- Odvětví – podniky dle OKEČ celkem
- TH – jedná se o nejlepší podniky v odvětví, tvoří hodnotu, jejich ROE je větší než r_e , tedy $ROE > r_e$
- RF – jsou velmi dobré podniky v odvětví, u nichž se ROE nachází mezi r_e a r_f , tedy $r_f < ROE \leq r_e$
- ZI – ziskové podniky v odvětví, kde $0 < ROE \leq r_f$
- ZT – ztrátové podniky a podniky se záporným vlastním kapitálem

Pro celkový hodnotící rámec byly do hodnocení zařazeny všechny skupiny podniků, aby bylo objektivně vidět nejen v jaké skupině se podnik nachází, ale i o jaký interval hodnot se v konkrétní skupině jedná.

Vzhledem k šesti skupinám hodnocených podniků jsou pro přehlednost zvýrazněné podnikové hodnoty tučně a podniky TH – tvořící hodnotu zeleně.

7. 3. 1 Skupina ukazatel Spread

V této skupině jsou zařazeny tři ukazatele – ROE, Spread a r_e .

1. Analýza ROE

Hodnoty ukazatele ROE za podnik souhlasí s výše vypočítanými hodnotami. V letech 2008-2011 jsou podnikové hodnoty vyšší než hodnoty, které jsou stanoveny za odvětví. V letech 2008 a 2009 jsou hodnoty vyšší i než podniky TH, tedy podniky tvořící hodnotu. V roce 2010 je podnikové ROE o 2,71 procentních bodů menší než u podniků TH, v porovnání s ostatními skupinami podniků je podniková hodnota vyšší. V roce 2011 se ČEZ, a. s. „vrací“ se svou hodnotou ROE před hodnotu podniků TH, ale v roce 2012 se jeho hodnota snižuje a je nižší než podniků TH a dokonce i odvětví. Pokud porovnáme v celé časové řadě hodnoty podniku a TH, nelze si nevšimnout, že podnikové hodnoty se snižují relativně konstantně, pravidelně, kdežto pohyby hodnot TH jsou velmi skokové.

Porovnáním s ostatními skupinami podniků, tedy odvětvovým průměrem, RF, ZI a ZF zjistíme, že se podnikové hodnoty nachází nad jejich hodnotami. Jedinou výjimkou je zmiňovaná hodnota v roce 2012, kdy je podnikové ROE nižší o 2,55 procentních bodů než průměrné oborové ROE.

TABULKA 37: INFA – HODNOTY ROE

ROE (%)	2008	2009	2010	2011	2012
Podnik	30,41	25,6	18,35	19,39	16,75
Odvětví	15,32	16,5	10,63	13,97	19,3
TH	19,82	23,28	21,06	17,21	27,13
RF	6,80	8,58	9,33	9,30	7,96
ZI	3,28	3,11	1,87	1,25	0,83
ZF	-0,52	-41,31	-15,45	-7,87	-19,38
Rozdíl podniku oproti TH	10,59	2,32	-2,71	2,18	-10,38

Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z výročních zpráv a výpočtů modelu INFA

Hodnocení podnikového ROE:

- 2008, 2009, 2011 – podnikové hodnoty jsou vyšší než u podniků TH
- 2010, 2012 – podnik se nachází s mírným odstupem pod hodnotami podniků TH

2. Analýza r_e

r_e značí alternativní náklad na vlastní kapitál. Aby podnik tvořil hodnotu, musí jeho ROE být vyšší než r_e . Tento rozdíl se nazývá spread, který je analyzován dále. Hodnota r_e se odvíjí od dílčích složek, které jej utváří (schéma v literární rešerši). Jednu ze složek, r_f – výnosnost bezrizikového aktiva analýza INFA počítá na základě státních dluhopisů. Tato hodnota je stejná pro všechny skupiny podniků.

TABULKA 38: HODNOTY VÝNOSNOSTI BEZRIZIKOVÉHO AKTIVA R_f

Hodnota r_f pro jednotlivé roky	2008	2009	2010	2011	2012
r_f (%)	4,55	4,67	3,71	3,51	2,31

Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z výročních zpráv a výpočtů modelu INFA

Další částí hodnoty alternativního nákladu na vlastní kapitál, kterou analýza INFA vypočítá, je riziková přírážka za likvidnost akcie na trhu – r_{LA} . Hodnoty pro skupiny podniků již nejsou shodné.

TABULKA 39: INFA - HODNOTY R_{LA}

r_{LA} (%)	2008	2009	2010	2011	2012
Podnik	0	0	0	0	0
Odvětví	0,13	0,1	0,12	0,12	0,12
TH	0,03	0,04	0,05	0,04	0,05
RF	0,14	0,08	0,16	0,11	0,11
ZI	0,61	0,56	1,4	1,66	1,45
ZF	1,64	1,02	0,06	0,78	1,8

Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z výročních zpráv a výpočtů modelu INFA

Můžeme si všimnout, že nejlepší podniky v odvětví, tedy tvořící hodnotu, mají nejmenší rizikovou přírážku. ČEZ, a. s. má tuto přírážku nulovou. Znamená to, že podniku nebylo přiřazeno riziko za nelikvidnost akcie.

Další dílčí hodnotu r_e analýza INFA již nenabízí, ale na základě stavebnicového způsobu konstrukce r_e lze dopočítat zbývající části, protože je k dispozici i vypočtená

hodnota r_e . Je nám známa hodnota r_e , r_{LA} a r_f . V následující tabulce je přehled jednotlivých částí r_e i jeho výsledná hodnota. Tučně zvýrazněné jsou hodnoty, které vypočetla analýza INFA, ostatní jsou vypočteny ze stavebnicového modelu.

TABULKA 40: VÝPOČET R_E NA ZÁKLADĚ STAVEBNICOVÉHO MODELU

Ukazatel (%)	2008	2009	2010	2011	2012
r_e ó alternativní náklad vlastního kap.	23,41	26,69	25,75	25,2	21,22
r_f - výnosnost bezrizikového aktiva	4,55	4,67	3,71	3,51	2,31
r_{LA} ó p írážka za likvidnost akcie	0	0	0	0	0
r_p – přírážka za neperspektivnost firmy	18,86	22,02	22,04	21,69	18,91

Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z výročních zpráv a výpočtů modelu INFA

Hodnota r_p , přírážky za neperspektivnost firmy, by šla rozložit ještě na hodnotu rizikové přírážky za obchodní, podnikatelské riziko r_{podnik} , a za finanční riziko $r_{finanční}$. Tato analýza však není k dispozici.

A nyní již přehled podnikového r_e a hodnot ostatních podniků. Podniková hodnota r_e byla stanovena mnohem výše než hodnoty nejlepších podniků v odvětví a vlastně i všech ostatních. Dokonce se podnikové hodnoty přibližují hodnotám ztrátových podniků. Z předchozí tabulky vyšlo najevo, že největší přírážkou je přírážka za neperspektivnost firmy.

TABULKA 41: INFA – HODNOTY R_E

r_e (%)	2008	2009	2010	2011	2012
Podnik	23,41	26,69	25,75	25,2	21,22
Odvětví	8,91	11,60	12,23	12,73	11,98
TH	8,69	9,82	10,88	12,01	11,85
RF	8,34	14,31	14,12	13,87	11,64
ZI	9,41	11,31	10,82	15,73	15,6
ZF	25,1	30,75	13,95	16,43	22,76

Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z výročních zpráv a výpočtů modelu INFA

3. Analýza Spreadu

Nyní již známe jako hodnotu ROE, tak hodnotu alternativního nákladu na vlastní kapitál. Jejich rozdílem získáme spread. Je-li ROE větší než r_e , je spread kladný a podnik tvoří hodnotu. To je žádoucí stav.

TABULKA 42: INFA – HODNOTY SPREADU

Spread (%)	2008	2009	2010	2011	2012
Podnik	7,00	-1,09	-7,40	-5,82	-4,46
Odvětví	6,41	4,90	-1,60	1,24	7,32
TH	11,13	13,46	10,18	5,20	15,28
RF	-1,54	-5,73	-4,79	-4,57	-3,68
ZI	-6,13	-8,2	-8,95	-14,48	-14,77
ZF	-25,62	-72,06	-29,4	-24,3	-42,14

Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z výročních zpráv a výpočtů modelu INFA

Podniková hodnota spreadu je kladná pouze v roce 2008. Znamená to, že pouze v roce 2008 podnik vytvořil hodnotu. V dalších letech je spread záporný, hodnotu podnik nevytváří. Podnikové hodnoty se v letech 2009-2012 přibližují hodnotám podniků RF, což jsou velmi dobré podniky v odvětví, které splňují $r_f < ROE \leq r_e$.

7. 3. 2 Konfrontace výsledk bankrotních a bonitních model a analýzy INFA

Souhrnné ukazatele hodnotily podnik na základě několika ukazatelů, model INFA hodnotí zejména na základě ukazatele ROE. Model IN 99 hodnotí, zda podnik vytváří či nevytváří hodnotu. Tento model ohodnotil podnik v roce 2008 neutrálně, přiřadil jej do šedé zóny, v ostatních letech ho označil jako nevytvářející hodnotu. Obdobné hodnocení vyplynulo i z analýzy INFA, která rok 2008 hodnotí pozitivněji než IN 99. Tento rok označila jako jediný, kdy podnik vytvářel hodnotu. Ostatní roky označila jako období, kdy podnik nevytváří hodnotu. V tomto se tedy IN 99 a INFA shodují.

Dále se dají vyvodit důsledky z porovnání ukazatelů rentability podniku a bezrizikového aktiva, což může poskytnout informaci investorům, hodnotitelům, kteří usoudí, že je investice do podniku bez rizika. Tedy nepřisuzují podniku žádné rizikové

přirážky jako analýza INFA. Tyto výsledky vychází pro podnik pozitivně, všechny vypočtené podnikové ukazatele rentability jsou několikanásobně vyšší než výnosnost bezrizikových aktiv.

TABULKA 43: HODNOTY VÝNOSNOSTI BEZRIZIKOVÉHO AKTIVA A UKAZATELŮ RENTABILITY

Ukazatele (%)	2008	2009	2010	2011	2012
r_f (%)	4,55	4,67	3,71	3,51	2,31
ROIC	17,06	14,31	10,82	8,37	7,45
ROE	30,41	25,60	18,35	19,39	16,75
ROA I. (EBIT)	12,44	11,91	9,59	7,32	6,54
ROA II. (ČZ)	12,00	10,22	7,41	7,41	6,56

Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z výročních zpráv a výpočtů modelu INFA

8. Zhodnocení podnikového postupu a doporučení dalších nástrojů k monitorování podnikové výkonnosti

Z analýzy výsledku hospodaření vyplynulo následující: podnik dosahuje zisku. Za sledovaná období došlo k výraznému snížení hodnoty zisku, částečně vlivem snížení výnosů, zejména ale zvyšováním nákladů. Hodnota tržeb je násobkem objemu prodané elektrické energie a ceny za ní. Objem spotřebované energie podnik ovlivnit neumí, zbývá tedy cena za energii. Jak bylo popsáno výše v práci, cena elektrické energie se skládá z regulované části a trhem danou cenou silové elektřiny. Regulovaná část je určována na základě prokazatelně vynaložených nákladů a pevně dané marže, takže tímto způsobem tržby ovlivnit nelze. Trhem daná část, tedy obchodovatelná na energetické burze, je determinovaná pohyby a činnostmi na trhu a událostmi nejen v České republice, ale i ve světě. Tato část je ovlivnitelná velmi málo a záleží na obchodech a uzavřených smlouvách, a odhadu budoucího vývoje. Účinnější je tedy kontrolovat náklady. Podnik by měl přistoupit ke zvýšenému sledování, kontrole vhodnosti a efektivity vynakládání nákladů. Vzhledem k jeho činnosti, zejména provozu elektráren, předpokládám, že některé druhy nákladů není vhodné snižovat. Například náklady související s bezpečností, respektive opravy a údržba, budou částí nákladů, které není strategické ani bezpečné omezovat. Podle mého názoru lze situaci zlepšit několika způsoby, případně synergií několika aktivit. Co se týče nákladů, klíčové je soustředit se na zeštíhlování a zefektivňování vynakládání nákladů, například další centralizací činností a služeb či modernizací zařízení. V oblasti omezování nákladů a inovací lze využít principy znalostního managementu a soustředit se na uplatnění lidského potenciálu zaměstnanců. Zvyšování výnosů lze formou vyhledávání investičních příležitostí, a to až u zcela nových či rozšiřováním stávajících a dosáhnout tak rozšíření portfolia činností. Cílem by bylo diversifikovat riziko a dále získávat podíly na trzích i jiných činnostech, než co se oblasti obchodování s elektřinou týče. Efektem by mělo být snížení dopadů na výsledky hospodaření v případě negativních vlivů v konkrétním oboru.

Výpočet, rozklad a hodnocení ukazatelů rentability a dalších poměrových ukazatelů ukázalo zhoršování situace podniku. Při tomto hodnocení vždy záleží na osobě hodnotitele a jeho požadavcích na podnik. Při hodnocení ukazatelů vycházejících z údajů kapitálového trhu vyplynulo, že ačkoliv se snižuje zisk připadající na akcii a

aktivační poměr (kvůli snižujícímu se zisku), hodnota vyplácené dividendy se nesnižuje odpovídajícím tempem – výplatní poměr se prudce zvyšuje. To značí dividendovou politiku silně se orientující na udržení relativně konstantní výše dividendy na akcii. Hodnocení užívání cizího kapitálu prokázalo jeho efektivní využívání a vhodnou formu a rozsah zadlužení.

Data Českého statistického úřadu ohledně hodnot ukazatelů rentabilit byla využita k porovnání s vypočtenými hodnotami ČEZ, a. s. Bylo zjištěno, že podnikové hodnoty jsou vyšší než hodnoty celého průmyslu a odvětví D u hodnocených ukazatelů ROE, ROA a ROS.

Souhrnné ukazatele, jako zástupci pokročilých metod analýzy, neohodnotily podnik jednohlasně. Shodly se v tom, že situace podniku se zhoršuje, nejlépe byl hodnocen první rok a dále se hodnocení snižovala. Tafflerův model, Kralicekův Quicktest a IN 95 hodnotily podnik jako dobrý, s malou pravděpodobností bankrotu či bez problému v hrazení závazků. IN 95 s vahami určenými pro podnikové odvětví jej ohodnotil z poloviny pozitivně, polovině let ale přiřazuje varující šedou zónu, kterou z většiny přiřazuje také IN 01. Nejhůře hodnotil podnik index IN 99, který jej ohodnotil jako nedosahující ekonomického zisku.

Tyto výsledky lze doplnit analýzou INFA. Analýzou byly určeny hodnoty ukazatele ROE, r_e a spreadu. Při použití spreadu jako kritéria tvorby hodnoty z výsledků vyplynulo potvrzení závěrů z modelu IN01. Hodnota spreadu vyšla kladná pouze v prvním roce, v ostatních letech bylo podniku přiřazeno netvoření hodnoty. Tvorbu hodnoty by mohl podnik přinést investorům, kteří podnik ohodnotili jako bezrizikovou investici, v takovém případě jsou jednotlivé ukazatele výnosnosti vyšší než výnosnost bezrizikových aktiv určených INFA.

Závěr

Výsledky provedených analýz pro mne osobně byly překvapivé. Vnímala jsem podnik jako velmi úspěšnou, stabilní společnost, jejíž výsledky jsou na českém trhu výjimečné a odolává všem nepříznivým vlivům, které v časech krize oslabily či zničily mnohé podniky. Můj dojem vycházel zejména ze skutečnosti, že jsem praktickou část své bakalářské práce na téma Zdroje a struktura podnikového výsledku hospodaření, také uplatňovala na ČEZ, a. s. Samozřejmě podnikové výsledky v absolutních hodnotách, například dosažený zisk, hodnocení mimořádného podniku splňují. Ovšem výsledky ukazatelů, které z těchto absolutních hodnot vychází, již tak příznivé nejsou. Od hodnocení vycházejícího z bakalářské práce uplynuly dva a půl roku, a to jen dokazuje, jak jsou trhy v dnešní době turbulentní a situace se neustále mění.

Všechny analýzy poukázaly na zhoršování pozice podniku. Záleží na hodnotiteli, které indikátory považuje za vhodné, s vypovídající hodnotou. V práci bylo představeno několik pohledů na hodnocení výkonu, výkonnosti podniku, a několik způsobů, jak toto hodnocení provádět v krátkém a dlouhém časovém horizontu. Domnívám se, že jako rámec jsou dostačující pro utvoření si komplexního obrazu o pozici podniku.

Na závěr bych shrnula několik důležitých poznatků vyplývajících z analýz a několik osobních domněnek, jak situaci zlepšit a na co se zaměřit.

Podnik tvoří zisk, v absolutní hodnotě generuje významné množství peněžních prostředků. Vyplácí každoročně relativně velkou dividendu, zaměstnává 5678 osob (údaj k 31. 12. 2013), plní své povinnosti vůči státu, jeho orgánům, svým obchodním partnerům. Svým zákazníkům poskytuje služby, elektrickou energii, bez kterých by se moderní život neobešel. Faktem je, že hodnota zisku se za sledovaná období zmenšuje a to je varujícím signálem. Hodnotu zisku je potřeba minimálně stabilizovat. Bylo zmíněno, že dominantní objem tržeb, které podnik vygeneruje, pro něj není ovlivnitelný, proto se podnik potřebuje zaměřit na ovlivňování nákladů. Leckteré činnosti, které podnik provozuje, se ovšem neobejdou bez významných investic, nákladů, které z důvodů at' bezpečnosti, či udržení kvality, není vhodné omezovat. Poslední roky jsou u podniku znát výrazné změny v oblasti zeštíhlování nákladů, například centralizování některých činností. Myslím, že to je cesta, po které by podnik měl pokračovat. Také podnik již roky modernizuje svá zařízení, investuje do nich značné sumy peněz. Dělá to s cílem zvýšit efektivitu a snižovat náklady. To se mu daří

a zároveň leckteré zásahy pozitivně ovlivňují také ekologické dopady na životní prostředí. Dalším způsobem, jak stabilizovat vývoj zisku, je rozšíření stávajících činností a to ať již cestou následování nových trendů trhu, či aktivním vyhledáváním potenciálně perspektivních oblastí. I v této oblasti je podnik již několik let činný (například oblast telekomunikací). Pokud rozšíří základnu své působnosti vhodným způsobem, respektive činnostmi generující zisk, sníží se jeho závislost na vývoji trhu s elektrickou energií a diverzifikuje tak riziko svého podnikání a negativních vlivů právě na trhu s elektřinou. Posledním způsobem, který navrhuji pro zlepšení podnikových výsledků, je soustředit se na lidský kapitál. Podle znalostního managementu jsou lidské zdroje tím nejcennějším. Kvalitní lidé, jejichž potenciál je rozvíjen, jsou studnicí inovativních nápadů, které podniku mohou pomoci zlepšit efektivitu, snížit náklady, rozšířit obor působnosti.

V současné době jsou výsledky podniku silně determinovány událostmi na elektroenergetickém trhu. Situace nyní není příliš příznivá, nicméně vzhledem k závislosti lidstva na elektrické energii, není pochyb, že tato oblast z podnikatelské reality nevyvymizí. Záleží jen na společnosti ČEZ, a. s. jak se přizpůsobí novým trendům a kam bude v budoucnu směřovat.

Summary

This diploma work deals with performance of company in short-term and long-term. Trend of recent years is focusing on performance. The goal of this thesis is to introduce the term of company's performance, the methods of its measuring and ways how to improve firm's results. It presents analysis of companies economics result, profitability ratios and its decompositions. Then it introduce other indicators of financial analysis. The concept of performance identification in short and long term is analysis INFA. This Czech benchmark model, which is working with settled data and identification of subs-factors of indicators return of equity ROE and economic value added EVA. The value of this concept is concentrating to indicator spread, as a result ROE minus alternative cost of equity capital r_e . The last view how to rate the company's performance is bankruptcy and banking models. All these methods are used to form a conclusion about company, its financial position and results.

The practical part begins with an introduction of analysed company. It is joint-stock company ČEZ, it deals with a generation, trading, distribution of electrical power, heat and gas. It also deals with a lot of other activities, but it is rather new and is not dominant yet.

The analysis of economics results shows radical decrease of profit. In monitored years 2008-2013 has EBIT decreased to 52% of initial value, EAT to 56% of initial value. Operation profit created circa 90% of total economical result. The decomposition of operation profit to costs and income found that the income is not increasing, but slightly decreasing. The development of costs is more dynamical, it has increased in monitored years by 33%.

Profitability ratios have decreasing development, the majority factor of it is just decrease of profit. Return on sales was calculated in form "net margin" (using EAT) and "operating profit margin" (using EBIT). Both versions have decreased, mostly by decreasing profit. Net margin has decreased by 40%, operation profit margins decreased by 56%. Return on assets is also determined by amount of assets, which has increased by 40% and that is why ROA with use of modification EBIT decreased by 70%, with using EAT by 60%. Both versions of ROA was decomposed, and it was suggested that cause of decrease are ROS and also asset turnover. Return on invested capital has decreased to 25% of its initial value, it was caused by decreasing of profit too, but also

by increasing amount of long- term debt and equity. Return on equity decreased during analysed years more than about a half of its initial value. It was because of decreasing profit and increasing of equity. Decomposition of ROE showed that influence has ROS, ROA and asset turnover.

Other ratio of financial analysis proved that a company uses in a good way other sources of capital beyond its own and has constant rate of debts, and it's able to pay it and its costs as well. Also was shown that company is providing a constant dividends which are not decreasing that much due to decreasing of profit.

I compared profitability ratios of company with values of whole industry, and also sector D. Data was provided by Czech statistical Office/Český statistický úřad. Company's value of ROA, ROA and ROS are better than values of sector D and industry.

Bankruptcy and banking models shown decreasing performance of company. Best rating have company by Kralicek Quicktest, Taffler model and model IN 95 (with original weight of importance), they rated company by five good years and one by grey zone, which means, that is not clear, if position is good or bad. IN 95 (with weight of importance by sector of company) rated three years being no problems with paying debts, and three neutral. Model IN 01 assigned five years as neutral and one as a company is in bankruptcy. Last model, IN 99 rated only first year neutral, other years it says, company is not creating the value.

Model INFA is able to assign alternative cost of equity r_e based on settled data. Then it could computed spread. Also it will compute the value of ROE. We can benchmark company's value by whole industry, companies, which are creating value, with good, bad and unprofitable companies. ROE of ČEZ was rated well, only one year was worse than value of industry. By comparing with value-creating companies, were values of ČEZ better in years 2008, 2009 and 2011. Next analysis was assigning of alternative cost of equity. It is based on return on risk-free assets, which is for every group of firms the same. Then it will assign risk premium for liquidity of shares in the market, company's value was zero, which means, there is no risk of liquidity of shares. With help of modular way we can get r_e . ROE minus r_e means spread. Company's spread is positive only in the first year, which means it is creating value, in other years it assigns negative spread, which means that company is not creating value. Company's

values of spread are very similar to group of company, which is not creating value, but it is profitable.

INFA says that company is not creating value, model IN 99 is saying the same. If there is an investor, who thinks that investment to company is riskless, then it is possible to compare profitable ratios of company with profit on risk-free assets. This comparing shows that company has higher value of profitable ratios.

There were also computed chosen methods of measuring the performance and the company was rated. I was surprised by those results, but it is true there was economical crisis and also company is not really able to affect the price of sold electricity.

There is suggestion, which can make the company's results better. First it needs to stabilise the economical result. I think it is necessary to expand activities of business. This will decrease dependency on the electric energy market. Also it should be focusing on decreasing of costs, to lean costs. But it is true, there are some areas where is not appropriate to lower amount of financial resources because of safety. Next thing it could help is to apply the principles of knowledge management which claims that people are the most valuable assets which company owns. It is because quality people with developing potential are source of innovation, which can make better efficiency and lower the costs.

At present time are the company's results mostly determined by situation of electric energy market. The situation is not very positive, but because of dependant of people's dependence to electricity, there is no doubt this part of market will not disappear. It depends only on the company ČEZ, how it will adapt to situation and where it will be directed.

Keywords: performance of company, financial analysis, profitability ratios, model INFA, bankruptcy and banking models, creation of value, profit

Seznam použitých zdroj

Odborná literatura:

GRÚNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finan ní analýza a plánování podniku*, Ekopress, s. r. o.: Praha, 2007, 318 s.

HOLEČKOVÁ, J. *Finan ní analýza firmy*, ASPI: Praha, 2008, 208 s.

KISLINGEROVÁ, E., a kol. *Manaferské finance*, C. H. Beck: Praha, 2004, 714 s.

KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I. *Rozbor výkonnosti firmy (p ípadová studie)*, Vysoká škola ekonomická v Praze: Praha, 2000, 112 s.

MAREK, P., a kol. *Studijní pr vodce financemi podniku*, 2. aktualizované vydání; Ekopress, s. r. o.: Praha, 2009, 634 s.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oce ování podniku: Ekonomická p ídaná hodnota, Tržní p ídaná hodnota, CF ROI*, Ekopress, s. r. o.: Praha, 2005, 164 s.

NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*, Grada Publishing, a. s.: Praha, 2002, 214 s.

PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podnik z pohledu finan ního manafera*, Linde nakladatelství s. r. o.: Praha, 2005, 302 s.

SEDLÁČEK, J. *Finan ní analýza podniku*, Computer press, a. s.: Brno, 2009, 154 s.

SYNEK, M., a kol. *Manaferská ekonomika*, 4. aktualizované a rozšířené vydání; Grada Publishing, a. s.: Praha, 2009, 464 s.

SYNEK, M., KISLINGEROVÁ, E., a kol. *Podniková ekonomika*, 5. přepracované a doplněné vydání; C. H. Beck: Praha, 2010, 498 s.

VALACH, J., a kol. *Finan ní ízení podniku*, Ekopress, s. r. o.: Praha, 1997, 247 s.

Zahrani ní literatura:

BURTON, Kolb A., DEMONG, Richard F. *Principles of financial management*, Second edition, Business Publications, inc., 1988, 855 p.

MANTONE, Pamela S. *Using analytics to detect possible fraud* John Wiley and Sons, inc.: New Jersey, 2013, 368 p.

RAYNUS, J. *Improving business process performance: gain agility, create value, and achieve success*, CRC Press: 2011, 311 p.

Vysoko-kolské práce:

Kratochvíl, Š. Oceňování derivátů na elektřinu na energetických burzách. Diplomová práce, České vysoké učení technické, Praha, Česká republika, 2012.

Šimáková, K. Zdroje a struktura podnikového výsledku hospodaření. Bakalářská práce, Jihočeská universita v Českých Budějovicích, České Budějovice, Česká republika, 2012.

Internetové zdroje:

Analýza Pražské energetické burzy PXE: Trh s elektrickou energií (2007), 1. 9. 2014, online (Dostupné z: http://www.pxe.cz/pxe_downloads/Info/pxe_analyza.pdf)

ČEPS. Dokumenty. 1. 9. 2014, online (dostupné z: http://www.ceps.cz/CZE/Media/Ke-stazeni/Documents/Publikace/Data_do_kapsy_cj_2011.pdf)

Český statistický úřad. Ekonomické výsledky průmyslu ČR 2011, 1. 9. 2014, online (Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/2013edicniplan.nsf/publ/8006-13-r_2013).

Energetický regulační úřad. *Cenová rozhodnutí*. 1. 9. 2014, online, (Dostupné z: <http://www.eru.cz/cs/elektrina/cenova-rozhodnuti>)

Energetický regulační úřad. *Rocní zpráva o provozu ES R 2013*, 1. 9. 2014, online, (Dostupné z: http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2013.pdf/20c3f587-a658-49f7-ace9-56be8a66b7b9).

Energetický regulační úřad. *Záv re ná zpráva o metodice III. RO*, 1. 9. 2014, online, (Dostupné z: http://www.eru.cz/documents/10540/462856/Zaverecna_zprava_o_metodice_III_RO.pdf/db693576-03d8-41f7-9624-8ad2fe7b071f).

Ministerstvo průmyslu a obchodu. *INFA-CZ-NACE-metodika*, 1. 9. 2014, online (dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace-metodika.pdf>) .

Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Návrh Aktualizace Státní energetické koncepce*. 1. 9. 2014, online (dostupné z: http://portal.cenia.cz/eiasea/detail/SEA_MZP148K)

Obchodní rejstřík – online. 1. 9. 2014, online (www.justice.cz)

Poeta.cz – moderní literární server, 1. 9. 2014, online (Dostupné z: www.poeta.cz/citaty/autori/keynes-john-maynard)

Portál cenyenergie.cz. Graf vývoje ceny silové energie. 1. 8. 2014, online (Dostupné z: <http://www.cenyenergie.cz/cena-silove-energie-klesa-presto-muze-elektrina-v-roce-2013-zdrazit/>)

Portál kurzy.cz, Jednotková cena silové elektřiny na velkoobchodních trzích, 1. 8. 2014, online (Dostupné z: www.kurzy.cz (dostupné z: http://www.kurzy.cz/komodity/cena-elektriny-graf-vyvoje-ceny/nr_index.asp?A=5&idk=142&od=29.9.2003&curr=EUR&default_curr=EUR&unit=&lg=1))

Webové stránky cenyenergie.cz. 1. 9. 2014, online (dostupné z: <http://www.cenyenergie.cz/obnovitelne-zdroje-energie-oze/>)

www.cez.cz

www.mpo.cz

Seznam graf

Graf 1: Instalovaný výkon elektrických zdrojů v ČR.....	57
Graf 2: Výroba elektřiny v ČR.....	58
Graf 3: Míra využití instalovaného výkonu v ČEZ, a. s.....	59
Graf 4: Míra využití instalovaného výkonu v ČR.....	59
Graf 5: Vývoj výsledku hospodaření před a po zdanění (2008-2013)	65
Graf 6: Vývoj nákladů a výnosů (2008-2013).....	66
Graf 7: Struktura výsledku hospodaření (2008-2013).....	67
Graf 8: Struktura nákladů (2008-2013).....	68
Graf 9: Struktura výnosů v letech 2008-2013.....	68
Graf 10: Vývoj provozního výsledku hospodaření	69
Graf 11: Vývoj vybraných složek provozních nákladů (2008-2013).....	72
Graf 12: Provozní výnosy (2008-2013).....	72
Graf 13: Vývoj rentability tržeb ve formě provozní a ziskové marže.....	75
Graf 14: Vývoj rentability aktiv za použití formy výpočtu s EBIT, čistým ziskem	77
Graf 15: Vývoj rentability kapitálu investorů (2008-2013).....	81
Graf 16: Vývoj rentability vlastního kapitálu ROE (2008-2013).....	82
Graf 17: Rentabilita aktiv průmyslu, odvětví D a podniku	90
Graf 18: Rentabilita vlastního kapitálu průmyslu, odvětví D a podniku.....	91
Graf 19: Rentabilita tržeb průmyslu, odvětví D a podniku	92

Seznam tabulek

Tabulka 1: Přehled vývoje ukazatelů výkonnosti podniku.....	4
Tabulka 2: kritéria tvorby hodnoty a výsledné ohodnocení podniku.....	37
Tabulka 3: Váhy modelu IN 95 pro odvětví E dle OKEČ.....	40
Tabulka 4: Vyhodnocení výsledků IN95.....	40
Tabulka 5: Vyhodnocení výsledků IN99.....	41
Tabulka 6: Vyhodnocení výsledků IN01.....	42
Tabulka 7: Vyhodnocení výsledků Tafflerova modelu.....	43
Tabulka 8: Ukazatelé a hodnocení dle Kralicekova Quicktestu.....	43
Tabulka 9: Přehled absolutních ukazatelů.....	45
Tabulka 10: Přehled metodiky výpočtu základních metod.....	46
Tabulka 11: Přehled metodiky výpočtu poměrových ukazatelů.....	47
Tabulka 12: Přehled metodiky rozkladů ukazatelů rentability.....	48
Tabulka 13: Přehled metodiky ukazatelů hodnotového měření.....	49
Tabulka 14: Přehled metodiky bankrotních a bonitních modelů.....	50
Tabulka 15: Struktura provozních nákladů.....	70
Tabulka 16: Struktura provozních výnosů.....	73
Tabulka 17: Vývoj objemu vyrobené elektrické energie.....	73
Tabulka 18: Rozklad rentability aktiv (2008-2013).....	78
Tabulka 19: Rozklad rentability aktiv (2008-2013).....	79
Tabulka 20: Rozklad rentability vlastního kapitálu (2008-2013).....	83
Tabulka 21: Rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu.....	85
Tabulka 22: Ziskový účinek finanční páky.....	85
Tabulka 23: Index finanční páky.....	86
Tabulka 24: Vybrané ukazatele zadluženosti.....	86
Tabulka 25: Vybrané ukazatele vycházející z kapitálového trhu.....	87
Tabulka 26: Počet jednotek v šetření.....	89
Tabulka 27: Parametry indexu In 95 a výsledný koeficient.....	94
Tabulka 28: Doporučené hodnoty pro vyhodnocování modelu IN95.....	94
Tabulka 29: Parametry indexu in 99 a výsledný koeficient.....	95
Tabulka 30: Doporučené hodnoty pro vyhodnocování modelu in 99.....	95
Tabulka 31: Parametry indexu IN 01 a výsledný koeficient.....	96
Tabulka 32: Doporučené hodnoty pro vyhodnocování modelu IN01.....	96

Tabulka 33: Parametry Tafflerova modelu a výsledný koeficient.....	97
Tabulka 34: Doporučené hodnoty pro vyhodnocování tafflerova modelu.....	97
Tabulka 35: Hodnocení vypočtených ukazatelů Kralicekova testu.....	98
Tabulka 36: Shrnutí výsledků bankrotních a bonitních modelů.....	99
Tabulka 37: INFA – hodnoty ROE.....	101
Tabulka 38: Hodnoty výnosnosti bezrizikového aktiva r_f	102
Tabulka 39: INFA - hodnoty r_{LA}	102
Tabulka 40: Výpočet r_e na základě stavebnicového modelu.....	103
Tabulka 41: INFA – hodnoty r_e	103
Tabulka 42: INFA – hodnoty Spreadu.....	104
Tabulka 43: Hodnoty výnosnosti bezrizikového aktiva a ukazatelů rentability.....	105

Seznam schémat

Schéma 1: Rozdílné pohledy na výkonnost podniku	9
Schéma 2: Model INFA.....	10
Schéma 3: Stupnice podniků podle tvorby ukazatele EVA.....	12
Schéma 4: modifikace zisku	15
Schéma 5: Pyramidový rozklad ukazatele ROA.....	23
Schéma 6: Pyramidový rozklad ukazatele ROE	24
Schéma 7: Podrobnější rozklad ukazatele ROE.....	24
Schéma 8: Další pohled na rozklad ukazatele ROE.....	25
Schéma 9: Postup při získání ratingu emise	32
Schéma 10: Postup získání alternativního nákladu na vlastní kapitál r_e ,	32

Seznam obrázk

Obrázek 1: Jednotková cena silové elektřiny na velkoobchodních trzích v v €/MWh...64	64
Obrázek 2: Reakce trhu na havárii ve fukušimě64	64