



Měření finanční výkonnosti vybraného podniku pomocí tradičních a moderních ukazatelů

Diplomová práce

Studijní program: N6208 – Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T085 – Podniková ekonomika - Podnikové finanční systémy
Autor práce: **Bc. Tomáš Pernica**
Vedoucí práce: PhDr. Ing. Helena Jáčová, Ph.D.



Technická univerzita v Liberci
Ekonomická fakulta
Akademický rok: 2016/2017

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Tomáš Pernica**
Osobní číslo: **E15000485**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika - Podnikové finanční systémy**
Název tématu: **Měření finanční výkonnosti vybraného podniku pomocí tradičních a moderních ukazatelů**
Zadávací katedra: **Katedra financí a účetnictví**

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

1. Přístupy k finanční analýze
2. Vybrané ukazatele tradičních a moderních metod hodnocení finanční výkonnosti
3. Charakteristika vybraného podniku
4. Zhodnocení finanční výkonnosti pomocí tradičních a moderních metod
5. Porovnání s konkurencí
6. Závěrečné zhodnocení a doporučení

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **65 normostran**

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

Seznam odborné literatury:

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-4456-8.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7179-713-5.

SEDLÁČEK, Jaroslav. Finanční analýza podniku. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

FRIDSON, Martin S. a Fernando ALVAREZ. Financial statement analysis workbook: step-by-step exercises and tests to help you master financial statement analysis. 4th ed. New Jersey - Hoboken: Wiley, 2011. ISBN 978-04-7064-003-6.

VESELÁ, Jitka a Fernando ALVAREZ. Investování na kapitálových trzích. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9.

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

Elektronická databáze článků ProQuest (knihovna.tul.cz).

Vedoucí diplomové práce:

PhDr. Ing. Helena Jáčová, Ph.D.

Katedra financí a účetnictví

Konzultant diplomové práce:

Ing. Jaroslav Šura, Ph.D.

ČEZ, a.s., podílník

Datum zadání diplomové práce:

31. října 2016

Termín odevzdání diplomové práce:

31. května 2018

prof. Ing. Miroslav Žižka, Ph.D.
děkan



doc. Dr. Ing. Olga Krasprová
vedoucí katedry

V Liberci dne 31. října 2016

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé diplomové práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že tištěná verze práce se shoduje s elektronickou verzí, vloženou do IS STAG.

Datum: 5.5.2017

Podpis:



Poděkování

Rád bych poděkoval své vedoucí práce paní PhDr. Ing. Heleně Jáčové, Ph.D. za příkladné vedení při tvorbě diplomové práce. Dále bych rád poděkoval svým konzultantům Ing. Jaroslavovi Šurovi, Ph.D. a Bc. Janovi Pazourkovi za cenné rady, korekturu a návrhy témat do diplomové práce. Děkuji také managementu Skupiny ČEZ za poskytnutí materiálů a podkladů pro finanční analýzu.

Anotace

Cílem této práce je komplexní zhodnocení finanční výkonnosti a stability jednoho z největších energetických podniků v Evropě, Skupiny ČEZ v letech 2010 až 2015. V teoretické části jsou nejprve představeny všechny důležité informace a finanční ukazatele, které jsou poté aplikovány v praktické části. Stěžejní část práce představuje analýza podniku pomocí moderních finančních ukazatelů ekonomické přidané hodnoty, tržní přidané hodnoty a celkové výnosnosti pro akcionáře. Na základě dílčích výsledků z finanční analýzy dochází ke stanovení vnitřní hodnoty akcie podniku pomocí diskontovaného cash flow. Navíc jsou vybrané finanční ukazatele porovnány s nejbližší konkurencí v evropském energetickém odvětví. V závěrečné části dochází k shrnutí současné finanční výkonnosti podniku a stanovení investičních a finančních doporučení zvlášť pro management a akcionáře podniku.

Klíčová slova

finanční výkonnost, finanční analýza, tradiční a moderní ukazatele, hodnota podniku, vnitřní hodnota akcie, evropské energetické odvětví

Annotation

Measuring the financial performance of the selected company using traditional and modern indicators

The aim of this thesis is a comprehensive evaluation of the financial performance and stability of one of the largest companies in Europe, the CEZ Group in the years from 2010 to 2015. All important information and financial indicators applied in the practical part are firstly presented in theoretical part. The main part of this thesis is the analysis of the selected company using modern financial indicators like economic value added, market value added and total shareholders return. Furthermore, the internal stock valuation of the selected company is determined by using the discounted cash flow. Moreover, the selected financial indicators are compared with the closest competitors in the European energy sector. The final part is focused on summarizing the current financial performance of the selected company and suggesting investment and financial recommendations separately for the management and company's shareholders.

Key words

financial performance, financial analysis, traditional and modern indicators, company's valuation, internal stock valuation, European energy sector

Obsah

Seznam obrázků.....	10
Seznam tabulek.....	11
Seznam vzorců.....	12
Seznam zkratk.....	13
1 Úvod.....	14
2 Podstata finanční analýzy.....	16
2.1 Úloha finanční analýzy.....	16
2.2 Uživatelé finanční analýzy.....	17
2.3 Zdroje dat pro finanční analýzu.....	19
2.3.1 Výkaz o finanční pozici ke konci období (Rozvaha).....	20
2.3.2 Výkaz o úplném výsledku hospodaření (Výkaz zisku a ztráty).....	23
2.3.3 Výkaz o peněžních tocích za účetní období (Výkaz cash flow).....	24
2.3.4 Další vykazované informace.....	25
3 Metody finanční analýzy.....	26
3.1 Slabé stránky finanční analýzy.....	26
3.2 Tradiční ukazatele hodnocení výkonnosti.....	27
3.3 Moderní ukazatele hodnocení výkonnosti.....	27
3.4 Analýza absolutních ukazatelů.....	28
3.4.1 Horizontální analýza.....	29
3.4.2 Vertikální analýza.....	29
3.5 Analýza rozdílových ukazatelů.....	29
3.5.1 Čistý pracovní kapitál.....	30
3.5.2 Čisté peněžní prostředky.....	31
3.6 Analýza poměrových ukazatelů.....	31
3.6.1 Ukazatele rentability.....	32
3.6.2 Ukazatele zadluženosti.....	33
3.6.3 Ukazatele likvidity.....	35
3.6.4 Ukazatele aktivity.....	36
3.6.5 Ukazatele kapitálového trhu.....	38
3.6.6 Vztahy mezi poměrovými ukazateli.....	39
3.7 Analýza soustav ukazatelů.....	40
3.7.1 Kralickův Quicktest.....	41
3.7.2 Z-skóre (Altmanův model).....	42
3.7.3 Index důvěryhodnosti.....	42
4 Moderní ukazatele hodnocení výkonnosti.....	44
4.1 Ekonomická přidaná hodnota.....	44
4.1.1 Úprava účetních výkazů.....	45

4.1.2	Určení průměrných vážených nákladů na kapitál.....	46
4.2	Tržní přidaná hodnota	49
4.3	Celková výnosnost pro akcionáře	50
4.4	Diskontovaný cash flow.....	50
5	Aplikace finančních ukazatelů na konkrétní podnik	52
5.1	Představení Skupiny ČEZ	53
5.2	Mantinely podnikání v energetickém odvětví.....	56
5.3	Výroba a prodej elektřiny a tepla.....	56
5.4	Analýza účetních výkazů	60
5.4.1	Analýza rozvahy	60
5.4.2	Analýza výkazu zisku a ztráty	63
5.4.3	Analýza výkazu cash flow	66
5.5	Analýza rozdílových ukazatelů.....	67
5.5.1	Čistý pracovní kapitál	67
5.5.2	Čisté peněžní prostředky	67
5.6	Analýza poměrových ukazatelů	69
5.6.1	Analýza rentability	69
5.6.2	Analýza zadluženosti	71
5.6.3	Analýza likvidity	72
5.6.4	Analýza aktivity.....	73
5.6.5	Analýza kapitálového trhu.....	75
5.7	Analýzy soustav ukazatelů.....	77
5.7.1	Kralickův Quicktest.....	77
5.7.2	Z-skóre model.....	78
5.7.3	Index důvěryhodnosti	78
6	Analýza pomocí moderních ukazatelů finanční výkonnosti	80
6.1	Ekonomická přidaná hodnota	80
6.1.1	Čistá operativní aktiva	80
6.1.2	Čistý operativní zisk po zdanění.....	82
6.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál	83
6.1.4	Stanovení EVA.....	87
6.2	Tržní přidaná hodnota	88
6.3	Celková výnosnost pro akcionáře	89
6.4	Stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí DCF.....	90
6.5	Porovnání vybraných ukazatelů s konkurencí	91
7	Závěr.....	96
	Seznam použitých zdrojů.....	100
	Seznam příloh.....	102

Seznam obrázků

Obrázek 1: Magický trojúhelník.....	17
Obrázek 2: Přehled požadavků na finanční ukazatele dle uživatelů	18
Obrázek 3: Grafické zobrazení ČPK	30
Obrázek 4: Přehled působnosti Skupiny ČEZ	54
Obrázek 5: Vývoj počtu zaměstnanců Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	55
Obrázek 6: Přehled vyrobené a prodané elektřiny a tepla v letech 2010-2015 [v GWh]....	57
Obrázek 7: Vývoj cen elektřiny a uhlí [v %].....	59
Obrázek 8: Podíl dlouhodobého a oběžného majetku Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 ..	62
Obrázek 9: Podíl závazků a vlastního kapitálu Skupiny ČEZ v letech 2010-2015.....	63
Obrázek 10: Vývoj ziskových ukazatelů Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč] ...	65
Obrázek 11: Struktura provozních výnosů Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	66
Obrázek 12: Vývoj ČPK a ČPP Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč]	68
Obrázek 13: Porovnání rentability Skupiny ČEZ v letech 2010-2015.....	70
Obrázek 14: Čistý dluh / EBITDA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč].....	72
Obrázek 15: Vývoj likvidity Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	73
Obrázek 16: Doba obratu pohledávek a závazků Skupiny ČEZ v letech 2010-2015.....	74
Obrázek 17: Vývoj dividendy a zisku na akcii Skupiny ČEZ v letech 2010-2015.....	76
Obrázek 18: Výnos 10letého státního dluhopisu ČR v letech 2010-2017.....	85
Obrázek 19: Vývoj WACC a kapitálových nákladů Skupiny ČEZ v letech 2010-2015.....	86
Obrázek 20: Vývoj ukazatelů EVA a MVA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	89
Obrázek 21: Vývoj tržních ukazatelů Skupiny ČEZ v letech 2010-2016	90
Obrázek 22: Srovnání ukazatelů ROCE a celkové zadluženosti v letech 2010-2015	92
Obrázek 23: Srovnání WACC v letech 2010-2015	93
Obrázek 24: Srovnání ukazatele EVA v letech 2010-2015 [v EUR]	94
Obrázek 25: Vývoj tržních cen akcií konkurenčních podniků v letech 2010-2017	99

Seznam tabulek

Tabulka 1: Struktura rozvahy	20
Tabulka 2: Minimální struktura položek ve výkazu o úplném výsledku hospodaření	23
Tabulka 3: Stupnice hodnocení Kralickova Quicktestu	41
Tabulka 4: Výpočty dílčích ukazatelů IN05 s vahami	43
Tabulka 5: Prodej elektřiny a tepla dle regionu v letech 2010-2015	57
Tabulka 6: Procentuální vývoj výroby a prodeje elektřiny a tepla v letech 2010-2015	58
Tabulka 7: Podíl vyrobené elektřiny Skupiny ČEZ dle zdroje v letech 2010-2015	58
Tabulka 8: Přehled aktiv Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	60
Tabulka 9: Přehled pasiv Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	61
Tabulka 10: Výkaz zisku a ztráty Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	64
Tabulka 11: Cash flow Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	66
Tabulka 12: Vývoj ČPK Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	67
Tabulka 13: Vývoj ČPP Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	68
Tabulka 14: Vývoj rentability Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	69
Tabulka 15: Vývoj ukazatelů zadluženosti Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	71
Tabulka 16: Vývoj ukazatele čistého dluhu / EBITDA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	72
Tabulka 17: Vývoj ukazatelů aktivity Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	74
Tabulka 18: Vývoj ukazatelů kapitálového trhu Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	75
Tabulka 19: Vývoj hodnocení ukazatelů pomocí Qtestu	77
Tabulka 20: Vývoj výsledků Z-skóre Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	78
Tabulka 21: Vývoj výsledků IN05 Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	78
Tabulka 22: Úprava nákladů na VaV Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	81
Tabulka 23: Vývoj NOA a ekvivalentů vlastního kapitálu	81
Tabulka 24: Úprava rozvahy Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	82
Tabulka 25: Úprava zisku před zdaněním Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	83
Tabulka 26: Vymezení NOPAT Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	83
Tabulka 27: Náklady na cizí kapitál Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	84
Tabulka 28: Náklady na vlastní kapitál Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 pomocí CAPM85	85
Tabulka 29: Stanovení WACC Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	86
Tabulka 30: Ukazatel EVA a RONA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	87
Tabulka 31: Ukazatel MVA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	88
Tabulka 32: Přehled TSR na akcii Skupiny ČEZ v letech 2010-2015	89
Tabulka 33: Určení vnitřní hodnoty akcie Skupiny ČEZ pomocí DCF	91
Tabulka 34: Srovnání ukazatele ROA v letech 2010-2015	94
Tabulka 35: Srovnání ukazatele čistého dluhu / EBITDA v letech 2010-2015	94

Seznam vzorců

(1) Vzorec pro výpočet absolutní změny v horizontální analýze	29
(2) Vzorec pro výpočet procentní změny v horizontální analýze.....	29
(3) Vzorec pro výpočet čistého pracovního kapitálu.....	30
(4) Vzorec pro výpočet čistých peněžních prostředků	31
(5) Vzorec pro výpočet rentability tržeb	32
(6) Vzorec pro výpočet rentability celkového kapitálu	32
(7) Vzorec pro výpočet rentability vlastního kapitálu.....	33
(8) Vzorec pro výpočet rentability investovaného kapitálu	33
(9) Vzorec pro výpočet úplatného kapitálu	33
(10) Vzorec pro výpočet celkové zadluženosti	34
(11) Vzorec pro výpočet míry zadluženosti vlastního kapitálu.....	34
(12) Vzorec pro výpočet úrokového krytí	35
(13) Vzorec pro výpočet doby splácení dluhu z provozního cash flow	35
(14) Vzorec pro výpočet krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	35
(15) Vzorec pro výpočet běžné likvidity.....	36
(16) Vzorec pro výpočet pohotovvé likvidity	36
(17) Vzorec pro výpočet okamžité likvidity.....	36
(18) Vzorec pro výpočet obratu aktiv	37
(19) Vzorec pro výpočet obratu dlouhodobého majetku.....	37
(20) Vzorec pro výpočet doby obratu zásob	37
(21) Vzorec pro výpočet průměrného stavu zásob.....	37
(22) Vzorec pro výpočet doby obratu pohledávek	37
(23) Vzorec pro výpočet průměrného stavu pohledávek.....	37
(24) Vzorec pro výpočet doby obratu závazků	38
(25) Vzorec pro výpočet zisku na akcii.....	38
(26) Vzorec pro výpočet P/E ratio.....	38
(27) Vzorec pro výpočet dividendového výnosu	39
(28) Vzorec pro výpočet podílu dividendy k zisku na akcii.....	39
(29) Vzorec pro výpočet koeficientu finančního zdraví u Kralickova Quciktestu.....	41
(30) Vzorec pro výpočet Z-skóre v Altmanově modelu.....	42
(31) Vzorec pro výpočet dílčího ukazatele X1 v Altmanově modelu	42
(32) Vzorec pro výpočet dílčího ukazatele X2 v Altmanově modelu	42
(33) Vzorec pro výpočet dílčího ukazatele X3 v Altmanově modelu.....	42
(34) Vzorec pro výpočet dílčího ukazatele X4 v Altmanově modelu.....	42
(35) Vzorec pro výpočet dílčího ukazatele X5 v Altmanově modelu.....	42
(36) Vzorec pro výpočet indexu důvěryhodnosti (IN05)	43
(37) Vzorec pro výpočet ekonomické přidané hodnoty	44
(38) Vzorec pro alternativní výpočet ekonomické přidané hodnoty	45
(39) Vzorec pro výpočet rentability čistých operativních aktiv	45
(40) Vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál	46
(41) Vzorec pro výpočet reálné sazby daně z příjmu právnických osob.....	47
(42) Vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM.....	48
(43) Vzorec pro výpočet tržní přidané hodnoty	49
(44) Vzorec pro výpočet tržní kapitalizace	49
(45) Vzorec pro výpočet celkové výnosnosti pro akcionáře	50
(46) Vzorec pro výpočet diskontovaného cash flow	50
(47) Vzorec pro výpočet volného peněžního toku	51

Seznam zkratek

CAPEX	Capital Expenditure (kapitálové náklady)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (model oceňování kapitálových aktiv)
CF	Cash flow
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČPP	Čisté pohotové prostředky
DCF	Discounted Cash Flow (diskontovaný cash flow)
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DPPO	Daň z příjmu právnických osob
EAT	Earnings After Taxes (zisk po zdanění)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (zisk před zdaněním a úroky)
EPS	Earnings Per Share (zisk na akcii)
EU	Evropská unie
EVA	Economic Value Added (ekonomická přidaná hodnota)
FCFF	Free Cash Flow to Firm (volný peněžní tok)
FM	Finanční majetek
IFRS	Mezinárodní standardy účetního výkaznictví
MVA	Market Value Added (tržní přidaná hodnota)
MVL	Market Value Lost (tržní ztracená hodnota)
NPV	Net Present Value (čistá současná hodnota)
OA	Oběžná aktiva (majetek)
ROA	Return On Assets (rentabilita aktiv)
ROCE	Return On Capital Employed (rentabilita investovaného kapitálu)
ROE	Return On Equity (rentabilita vlastního kapitálu)
ROS	Return On Sales (rentabilita tržeb)
TSR	Total Shareholders Return (celková výnosnost pro akcionáře)
VK	Vlastní kapitál

1 Úvod

Měření finanční výkonnosti podniku je základem pro úspěšné fungování podniku. Měřit výkonnost má smysl pouze tehdy, když cíle podniku jsou jasně definovány. Pomocí strategie by se podnik měl dostat k vytyčeným cílům. Měří se tedy schopnost dosahovat vytyčených cílů v daném časovém horizontu. Pro zachování podnikatelských aktivit musí být podnik schopen dokonale ovládat finanční stránku. Musí se snažit řídit výrobní vstupy, efektivně je alokovat, a tím snižovat náklady na produkci. Pro dokonalé zvládnutí finanční situace je zapotřebí finanční analýza.

Podnik čeká v dnešním velice konkurenčním prostředí mnoho výzev, které musí překonávat. Dochází také ke změně cílů. Díky dobré kapitálové mobilitě jsou investoři a banky schopni v krátkém čase poskytnout dostatečné finanční prostředky podniku na druhém konci světa. Z toho důvodu začali managementy různých podniků přecházet od cíle maximalizace zisku k cíli maximalizace hodnoty podniku zejména pro vlastníky (akcionáře).

Ve finanční analýze je nutné využívat tradiční a moderní ukazatele. Tradiční ukazatele jsou pro svou jednoduchost a jasnou vypovídací schopnost stále využívané pro rychlé zhodnocení finanční výkonnosti podniku. Nevýhodou těchto ukazatelů je vyšší míra nepřesného zobrazení finanční situace podniku. Z toho důvodu se přední ekonomové a finanční analytici začali zabývat pokročilejšími metodami, které by věrně zobrazovaly finanční stránku podniku. Vznikly moderní ukazatele, které jsou sice komplikovanější, avšak lze s jejich pomocí přesněji změřit výkonnost daného podniku.

Cílem této práce je komplexní zhodnocení finanční výkonnosti a stability jednoho z největších energetických podniků v Evropě, Skupiny ČEZ v letech 2010 až 2015. To je dosaženo pečlivě zvolenými finančními ukazateli, které jsou blíže specifikovány v teoretické části. Mezi použitými ukazateli se objevují jak ukazatele zaměřené na tvorbu hodnoty podniku, tak ukazatele zaměřující se na výkonnost podniku na kapitálových trzích. V praktické části jsou pro potřeby výpočtu finančních ukazatelů využívána sekundární data z výročních zpráv a z interních dokumentů Skupiny ČEZ. V případě analyzované konkurence jsou sekundární data získána především z výročních zpráv daných podniků. V praktické části dochází nejprve k analýze tržní situace v energetickém odvětví,

kteřou je nezbytné znát pro správné porozumění finančních ukazatelů v této práci. Dále je pomocí horizontální a vertikální analýzy zhodnocen vývoj a struktura nejdůležitějších položek účetních výkazů v čase. Další část je věnována poměrovým ukazatelům, které dále vstupují do pokročilejších analýz soustav ukazatelů, které reprezentují bonitní a bankrotní modely.

Stěžejní část práce představuje analýza podniku pomocí moderních ukazatelů ekonomické přidané hodnoty, tržní přidané hodnoty a celkové výnosnosti pro akcionáře. Na základě dílčích výsledků z finanční analýzy dochází ke stanovení vnitřní hodnoty akcie Skupiny ČEZ pomocí diskontovaného cash flow. Stanovení vnitřní hodnoty akcie vychází jak z trendových analýz ve sledovaném období od roku 2010 do roku 2015, tak z aktuálních fundamentů ovlivňující podnik v energetickém odvětví. Dále v této práci dochází k porovnání výběrových ukazatelů s dvěma největšími konkurenty Skupiny ČEZ v Evropě. V závěru dochází k zhodnocení současné situace Skupiny ČEZ, a návrhy investičních a finančních doporučení pro podnik a investiční doporučení pro akcionáře Skupiny ČEZ.

2 Podstata finanční analýzy

Tato část nejprve vysvětluje nezastupitelnost finanční analýzy pro kvalitní rozhodování manažerů podniku. Nechybí ani vymezení relevantních zdrojů o finanční stránce podniku, které lze chápat jako vstupní veličiny pro zhodnocení finanční situace. Dále je důležité zjistit, která skupina lidí bude výsledky finanční analýzy využívat.

Pro zhodnocení finanční výkonnosti je zapotřebí využití finanční analýzy. Na samotném začátku hodnocení výkonnosti podniku je nejprve nutné vymezit pojem „finanční analýza“. Finanční analýzu lze chápat jako určitý rozbor dat, která jsou obsažena v účetních výkazech. Účetní výkazy jsou chápány pouze jako přesné hodnoty peněžních údajů za dané časové období, zpravidla za kalendářní či hospodářský rok. Na základě jednoho účetního období by nebylo možné zhodnotit minulé a současné postavení podniku na trhu a predikování vývoje budoucího. [1]

2.1 Úloha finanční analýzy

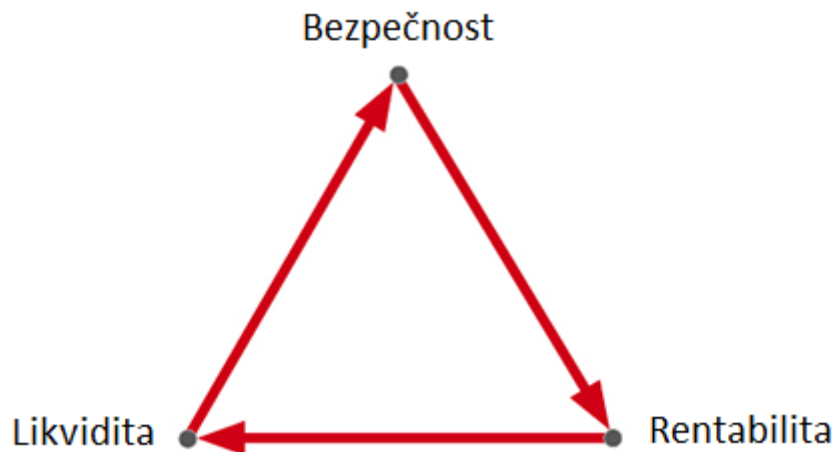
Finanční analýza je součástí finančního řízení podniku a slouží k reálnému zhodnocení finančního zdraví a situace podniku v konkurenčním tržním prostředí. Hlavní úlohou je podání kvalitních a relevantních podkladů pro správné rozhodování o budoucím směru vývoje podniku. Dochází tedy k určitému zhodnocení a identifikaci jak slabých stránek, které by mohly v budoucnu vyústit v existenční problémy, tak silných stránek, tedy příležitostí, jak zhodnotit investované finanční prostředky v podniku pro jejich vlastníky (akcionáře). [2]

Samotná analýza spočívá v exaktním poměrování získaných dat z účetních výkazů a hledání kauzálních vazeb mezi nimi. Nejprve dochází ke zhodnocení působnosti podniku v minulosti. Na základě zhodnocení minulých účetních výkazů lze lépe pochopit zdraví podniku a nastavit správný směr vývoje. Umožňuje nám plánovat aktivity podniku v krátkodobém (operačním) a v dlouhodobém (strategickém) časovém horizontu. Navíc *„pomáhá odhalit, zda je podnik dostatečně ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda využívá efektivně svých aktiv, zda je schopen včas splácet své závazky a celou řadu dalších významných skutečností“*. Knápková [10 s. 17]

Finanční analýza neovlivňuje pouze finanční rozhodování podniku, ale má také velký vliv na postavení podniku. Její význam nespočívá jen ve využití pro rozhodování uvnitř podniku, ale je také věrným zobrazením stavu podniku pro širokou odbornou veřejnost, včetně aktuálních a potenciálních věřitelů. Finanční analýzu by měl pro podnik sestavovat takový analytik, který neprovádí jen mechanické výpočty bez zájmu, ale snaží se přemýšlet nad danými ukazateli v komplexní rovině. Snaží se zjišťovat příčiny a souvislosti, a díky tomu podat očekávaný vývoj podniku v budoucnosti. [3]

2.2 Uživatelé finanční analýzy

Uživatele finanční analýzy lze rozdělit na interní a externí. Interními uživateli jsou ty osoby, které se aktivně zapojují do činností v podniku. Jedná se o manažery, odborníky či zaměstnance. Externí uživatelé se nepodílí na činnosti uvnitř podniku. Mezi takové uživatele patří věřitelé (banky), akcionáři, manažeři konkurence, stát a jeho orgány, zákazníci a dodavatelé. Podstatou identifikace těchto uživatelů je zejména snaha o vytvoření komplexní finanční analýzy, která uspokojí všechny výše uvedené skupiny. [4]



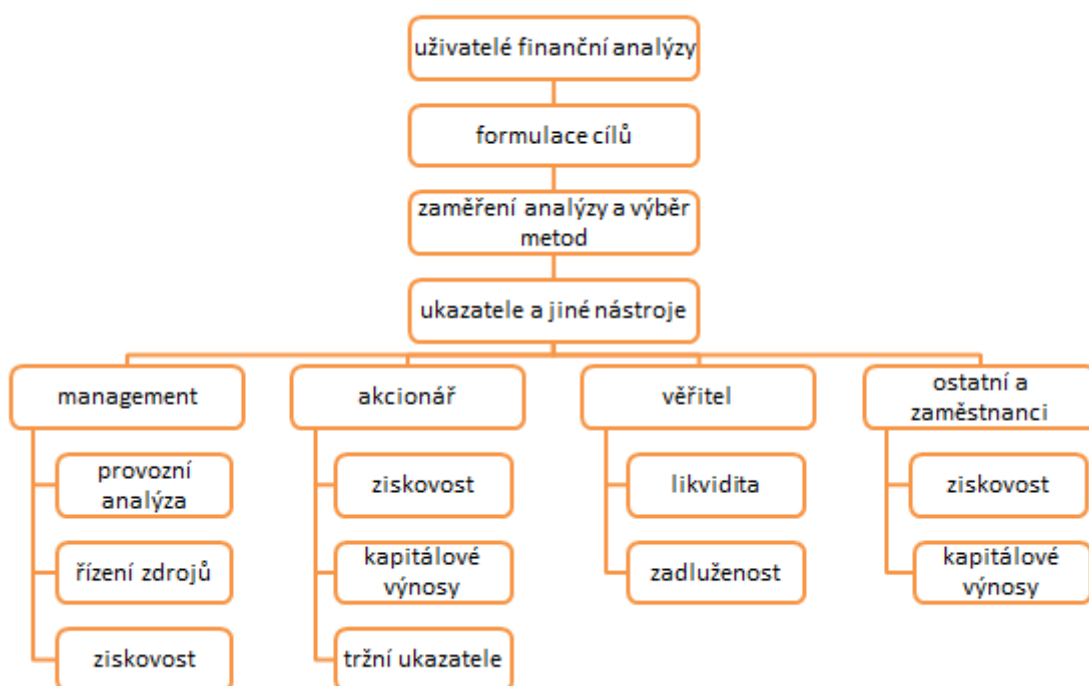
Obrázek 1: *Magický trojúhelník*
Zdroj: Prague Stock Exchange (www.pse.cz)

Management pro své rozhodování využívá zejména provozní analýzu a analýzu řízení zdrojů. Tyto analýzy zahrnují strukturu zdrojů a finanční závislost či nezávislost podniku. Další sledovanými ukazateli jsou ty, které reflektují platební schopnost podniku, která je důležitá výhradně v krátkém období. Důležitou sledovanou oblastí jak managementu,

tak vlastníků je ziskovost. Ta velice přesně poukazuje na schopnost managementu řídit podnik tak, aby generoval zisk svým akcionářům (vlastníkům) podniku. [1]

Vlastníky nejvíce zajímá rentabilita (návrtnost) vloženého kapitálu. Z hlediska preferencí, které vycházejí z tzv. magického trojúhelníku (viz obrázek 1) je patrné, že vlastníci řeší otázky bezpečnosti, likvidity a rentability své investice v podniku. Základním předpokladem je fakt, že není možná maximalizace všech tří veličin u investice. Také je známo že vlastníci preferují současný zisk před budoucím ziskem a vyšší likviditu svých investic před nižší, při současné ochotě nést za to určité riziko.

Další skupinou uživatelů jsou věřitelé. Mezi ně patří především bankovní instituce, které poskytují podniku volné finanční prostředky. Takoví uživatelé zejména sledují dlouhodobou likviditu, ziskovost a solventnost podniku. Na základě jejich analýzy jsou ochotni nabídnout podniku finanční prostředky, jejichž cena (úrok) závisí na míře rizika této investice. [5]



Obrázek 2: Přehled požadavků na finanční ukazatele dle uživatelů

Zdroj: RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010

Z obrázku 2 je patrné, že každá skupina uživatelů sleduje jiné ukazatele v návaznosti na jejich způsobu zainteresovanosti ve sledovaném podniku. V praxi je absolutně neefektivní zpracovávat veškeré dostupné finanční ukazatele. Pokud jsou uživatelé finanční analýzy identifikováni, nezbyvá nic jiného než správný výběr ukazatelů, které je zajímají. K dosažení relevantních výsledků je potřeba vybrání správných metod a jejich nástrojů, které pomohou ke správné interpretaci výsledků finanční analýzy pro různé uživatele. [6]

2.3 Zdroje dat pro finanční analýzu

Obsahem této diplomové práce je měření finanční výkonnosti akciové společnosti, která operuje na regulované evropské burze cenných papírů. Z tohoto důvodu je zkoumaný podnik povinen řídit se při sestavování konsolidované účetní závěrky Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (dále jen „IFRS“). Řídit se dle IFRS v souladu s právem Evropské unie, kterou je Česká republika členem od 1. května 2004, plyne i ze zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví. [7]

Důvodem vzniku IFRS je harmonizace účetnictví v důsledku vstupování podniků na jednotný vnitřní evropský trh¹ a zpřehlednění informací o podniku pro externí uživatele (zejména pro investory a věřitele).

Pro vytvoření finanční analýzy, která bude zdárně reflektovat finanční zdraví podniku, je nutné použití kvalitních a komplexních vstupních informací. Z toho důvodu je nutné podchycení pokud možno všech informací, které by mohly jakkoliv ovlivnit relevantní obraz finančního zdraví podniku. Nejvýznamnějším zdrojem takových informací jsou účetní výkazy. Dle IFRS² úplná účetní závěrka obsahuje [7]:

- výkaz o finanční pozici ke konci období,
- výkaz o výsledku a ostatním úplném výsledku,
- výkaz o peněžních tocích za účetní období,
- výkaz o změnách vlastního kapitálu za účetní období,
- komentář k účetním výkazům,
- výkaz o finanční pozici k počátku nejstaršího srovnávacího období.

¹ Vnitřní trh Evropské unie je tvořen územím všech členů EU, a byl vytvořen pro volný pohyb zboží, osob, služeb a kapitálu.

² Požadavky účetních výkazů jsou obsaženy ve standardu IAS 1 – Prezentace účetní závěrky v rámci IFRS.

Účetní závěrky a jiné dokumenty je možné najít online na webových stránkách Ministerstva spravedlnosti v sekci Veřejný rejstřík a Sběrka listin³.

2.3.1 Výkaz o finanční pozici ke konci období (Rozvaha)

Nejdůležitějším výkazem pro finanční analýzu je rozvaha. Jedná se o účetní výkaz, který věrně a poctivě zobrazuje stav aktiv a pasiv vždy k určitému datu. Důležitost se přikládá zejména k zobrazení zdrojů, ze kterých je majetek podniku financován. Ve správně sestavené rozvaze se musí celkové množství aktiv (majetku) rovnat celkovému množství pasiv (zdrojům), tzv. bilanční princip. Výkaz o finanční pozici ke konci období se týká rozvahy a podle koncepčního rámce IFRS obsahují aktiva, pasiva (závazky) a vlastní kapitál [8]

Tabulka 1: Struktura rozvahy

AKTIVA	PASIVA
Pozemky, budovy a zařízení	Emitovaný kapitál a rezervní fondy
Investice do nemovitostí	Menšinový podíl
Nehmotná aktiva	
Investice oceňované ekvivalenční metodou	Rezervy
Odložené daňové pohledávky	Odložené daňové závazky
Finanční aktiva (nezahrnutá do jiných vyjmenovaných položek)	Finanční závazky (nezahrnuté v jiných položkách)
Pohledávky z titulu běžných daní	Závazky z titulu běžných daní
Biologická aktiva	Obchodní a jiné závazky
Aktiva držaná k prodeji (IFRS 5)	Závazky, které jsou součástí celků určených k prodeji (IFRS 5)
Zásoby	
Obchodní a jiné pohledávky	
Peníze a peněžní ekvivalenty	

Zdroj: DVOŘÁKOVÁ, Dana. Finanční účetnictví a výkaznictví podle mezinárodních standardů IFRS. Aktualiz. a rozš. vyd. Brno: BizBooks, 2014

Tabulka 1 dává určitou představu o struktuře rozvahy. Obsah jednotlivých položek⁴ rozvahy je důležité znát pro správné provedení finanční analýzy. Majetek v rozvaze je sestupně řazen dle stupně vázanosti v podniku. V horní části je zobrazen dlouhodobý majetek, zatímco v dolní části je zobrazen nejlíkvinnější majetek.

³ Veřejný rejstřík a Sběrka listin je dostupný na adrese: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

⁴ Obsah jednotlivých položek je definován na základě standardů IAS/IFRS, a je předmětem přílohy č. 1

Dle Růčkové je důležité z rozvahy získat přehled o podniku v následujících oblastech:

- majetková situace podniku,
- zdroje financování,
- finanční situace podniku.

V rámci majetkové situace podniku je nutné zjistit, v jakém majetku podnik drží nejvíce kapitálu, jejich ocenění, doba obratu a optimální složení. V rámci zdroje financování je nezbytné zjistit strukturu a výši vlastních a cizích zdrojů financování. Finanční situace podniku dává ucelený přehled o dosažených ziscích, přerozdělení a solventnosti. [1]

Aktiva jsou členěna dle doby jejich upotřebitelnosti a také dle likvidnosti⁵ s tím, že nejméně likvidní majetek je v horní části rozvahy na straně aktiv a nejvíce likvidní jsou aktiva v položce peníze a peněžní ekvivalenty (tabulka 1).

Dlouhodobá aktiva (majetek) se dělí na nehmotná, hmotná a finanční (viz příloha 1). Klíčovou vlastností pro tyto aktiva je doba využitelnosti delší než 1 rok. Pro dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je navíc podmínkou výše pořizovací ceny vstupující do účetnictví. Pořizovací cena dlouhodobého hmotného majetku musí překročit 40 tis. Kč, a pořizovací cena dlouhodobého nehmotného majetku musí překročit 60 tis. Kč. Pro tento majetek platí pravidlo, že by měl tvořit podstatnou část majetku podniku.

U dlouhodobých aktiv (majetku) je při sestavování finanční analýzy nutné zohlednit jeho stáří. Podstatným důvodem je promítání výše majetku do některých finančních ukazatelů, tudíž by mohlo dojít k určitému zkreslení. [9]

Do položky krátkodobá aktiva patří majetek, který v podniku se v podniku nejvíce obrací. Výše zisku závisí na rychlosti obratu těchto aktiv. Obecně platí, že většího podílu v rozvaze dosahují podniky v sektoru služeb (terciální sektor), naopak nejmenšího podílu oběžných aktiv mají zpravidla podniky v sektoru sekundárním (tzv. druhovýroba). Pro oběžná aktiva platí, že se neodepisují a většinou jednorázově spotřebují.

⁵ Likvidnost určuje, jak obtížné je transformace majetku do peněžních prostředků

Do krátkodobých finančních aktiv patří veškeré krátkodobé pohledávky, investice, aktiva určená k obchodování a veškeré peněžní prostředky. [10]

Pasiva lze chápat jako zdroje financování majetku (aktiv), a jsou členěna z hlediska vlastnictví finančních zdrojů na (viz tabulka 1):

- vlastní kapitál,
- dlouhodobé a krátkodobé závazky,
- finanční závazky.

Vlastní kapitál je ze zákona tvořen základním kapitálem (zejména upsaný kapitál), áziem⁶, kapitálovými fondy, fondy ze zisku, výsledky hospodaření minulých let a výsledkem hospodaření běžného účetního období. Pokud podnik vykáže ztrátu, může jí pokrýt například z výsledku hospodaření z minulých let. Dochází však ke snížení hodnoty vlastního kapitálu. Další možností pokrytí ztráty je úvěrem, který ovšem snižuje finanční stabilitu podniku.

Dlouhodobé a krátkodobé zdroje se dále dělí na (příloha č. 1):

1. nefinanční závazky
2. finanční závazky

Dlouhodobé nefinanční závazky mají charakter rezerv, a jedná se o taková pasiva, která jsou sice tvořena samotným podnikem, ale mají povahu cizího zdroje, jelikož se tvoří za určitým účelem a v budoucnu bude muset podnik tuto částku vydat. Rezervy, které upravuje zákon⁷, jsou odečitatelné od základu daně pro účely snížení daňové povinnosti z DPPO. Dlouhodobé finanční závazky tvoří závazky z emitovaných dluhopisů, a přijaté úvěry a půjčky se splatností delší než 1 rok.

Krátkodobé nefinanční závazky tvoří závazky vůči věřitelům a dodavatelům se splatností kratší než 1 rok. Jedná se zejména o závazky vůči zaměstnancům a institucím sociálního a zdravotního zabezpečení. Do krátkodobých finančních závazků patří závazky z obchodního styku a půjčky a úvěry se splatností do 1 roku. [7]

⁶ Ážio je kladný rozdíl mezi tržní a nominální cenou akcií. V případě záporného rozdílu se jedná o disážio.

⁷ Jedná se o rezervy upravené zákonem č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů

2.3.2 Výkaz o úplném výsledku hospodaření (Výkaz zisku a ztráty)

Výkaz o úplném výsledku hospodaření dává uživatelům účetní závěrky přehled o výnosech, kterých podnik dosáhl i v případě, že nedošlo k jejich skutečnému zaplacení, a nákladech, které byly v daném časovém období k získání výnosů využity (spotřebovány), a to i v případě, že nebyly v tomto období reálně uhrazené. Při sestavování výkazu zisku a ztráty se vychází z akruálního principu⁸. Z kladného rozdílu mezi celkovými dosaženými výnosy a vynaloženými náklady lze zjistit výsledek hospodaření za dané účetní období⁹.

[2]

Tabulka 2: Minimální struktura položek ve výkazu o úplném výsledku hospodaření

Výnosy (IAS 18)	Položky, které lze vykázat samostatně ve výsledovce
Finanční náklady	
Podíl na zisku nebo ztrátě z přidružených podniků a společných podniků účtovaných ekvivalenční metodou	
Daňové náklady	
Zisk (ztráta) z ukončovaných činností po zdanění	
Zisk (ztráta) z přecenění aktiv nebo skupin aktiv a závazků držených k prodeji v důsledku ukončovaných činností	
Hospodářský výsledek (zisk/ztráta)	Ostatní výsledky hospodaření
Položky ostatního výsledku hospodaření, které mohou být v budoucnu překlasifikovány do výsledku hospodaření	
Položky ostatního výsledku hospodaření, které nemohou být v budoucnu překlasifikovány do výsledku hospodaření	
Podíl na ostatním úplném výsledku přidružených a společných podniků při použití ekvivalenční metody	
Úplný výsledek hospodaření celkem	Alokace hospodářského výsledku za období
Hospodářský výsledek připadající na menšinový podíl	
Hospodářský výsledek připadající vlastníkům mateřské společnosti	Alokace úplného výsledku hospodaření za období
Úplný hospodářský výsledek připadající na menšinový podíl	
Úplný hospodářský výsledek připadající vlastníkům mateřské společnosti	

Zdroj: DVOŘÁKOVÁ, Dana. Finanční účetnictví a výkaznictví podle mezinárodních standardů IFRS. Aktualiz. a rozš. vyd. Brno: BizBooks, 2014

⁸ Akruální princip je jednou ze zásad, která účetní jednotce přikazuje účtování jen takových účetních případů do daného účetního období, které s ním věcně a časově souvisí.

⁹ Z Mezinárodních účetních standardů a ze zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví je účetním obdobím myšleno nepřetržitě po sobě jdoucích dvanáct měsíců, není-li v zákoně výjimečně stanoveno jinak. Shoduje se buď s kalendářním, nebo hospodářským rokem. [9]

Na základě tabulky 2, která ukazuje strukturu zjišťování úplného výsledku hospodaření za dané období, je patrné rozdělení výsledovky do 4 částí. Jako první do ní vstupují výnosy a náklady zjištěné v rámci rozvahy. Po odečtení (přičtení) dalších dílčích položek se získá hospodářský výsledek. Postupně se tak uživatel dostane až k úplnému výsledku hospodaření.

2.3.3 Výkaz o peněžních tocích za účetní období (Výkaz cash flow)

Výkaz o peněžních tocích za účetní období je řešen v samostatném standardu IAS 7 – Výkaz peněžních toků. Uživateli účetní závěrky dává přehled o schopnostech účetní jednotky vytvářet peněžní prostředky a jejich ekvivalenty. Tento výkaz lze sestavit dvěma metodami, přímou a nepřímou. Přímá metoda vykazuje položky, které určitým způsobem ovlivnily peněžní toky. Nepřímá metoda zjišťuje rozdíl mezi vykázaným výsledkem hospodaření a peněžními toky. [8]

Struktura tohoto výkazu je rozdělena do následujících částí [11]:

- provozní činnost,
- investiční činnost,
- finanční činnost.

Přehled o peněžních tocích z provozní činnosti je klíčovým ukazatelem tvorby peněžních prostředků, které slouží ke splacení úvěrů, placení podílů na zisku (dividend) a investování do modernizace stávajícího majetku či do výstavby nových kapacit. Informace z výkazu cash flow je možné dále využít pro předvídání budoucí tvorby peněžních toků podnikem. Provozní a finanční činnost zahrnuje peněžní příjmy z prodeje zboží (výrobků) a poskytování služeb, z licencí, o peněžní úhrady dodavatelům a zaměstnancům, a o peněžní příjmy a úhrady s pojišťovnami, s finančním úřadem, a ze smluv z prodeje a obchodování. [11]

Do investiční činnosti spadají nákupy a prodeje dlouhodobých aktiv (majetku) a další investice nepeněžního charakteru. V oblasti financování se evidují všechny změny vlastního kapitálu a výpůjček podniku. [8]

2.3.4 Další vykazované informace

Další výkazy ve výročních zprávách jsou doplňkovými, které slouží pro lepší pochopení hlavních výkazů. Patří sem výkaz o změnách vlastního kapitálu za účetní období, komentář k účetním výkazům a výkaz o finanční pozici k počátku nejstaršího srovnávacího období.

Výkaz o změnách vlastního kapitálu za účetní období

Výkaz o změnách vlastního kapitálu za účetní období podává přehled o změnách ve vlastním kapitálu v průběhu daného období, a zjišťuje jeho počáteční a konečný stav.

Komentář k účetním výkazům

Komentář k účetním výkazům podává uživateli doplňující informace pro pochopení finanční pozice a likvidity. Obecně platí, že každá důležitější položka ve výkazech by měla mít doprovodný komentář, který podrobněji popisuje příčiny změny v dané položce. V každém výkazu by měla být dodržena následující struktura komentáře [12]:

- prohlášení o shodě s IFRS,
- prohlášení o oceňovacích základnách,
- informace o položkách prezentovaných v účetních výkazech v takovém pořadí, ve kterém jsou uváděny ve výkazech,
- jiná zveřejnění – informace finančního charakteru, a informace o závazcích,
- nefinanční zveřejnění – řízení rizik společnosti.

Výkaz o finanční pozici k počátku nejstaršího srovnávacího období

Výkaz o finanční pozici k počátku nejstaršího srovnávacího období se sestavuje, pokud došlo ke změnám struktury položek v účetní závěrce, nebo pokud došlo k provedení úprav v účetní závěrce zpětně. [7]

3 Metody finanční analýzy

Pro zhodnocení zdraví a výkonnosti podniků se využívá finanční analýza. Během let se metody a postupy finanční analýzy standardizovaly a velice zpopularizovaly. Při sestavování je nutné zohlednit cíl (výstup) finanční analýzy do takové podoby, aby byla možná správná interpretace výsledků různým uživatelům. [13]

V této části jsou řešeny tradiční i moderní ukazatele hodnocení výkonnosti podniku. Pro lepší přehlednost se v této práci objevují pouze takové ukazatele, které mají určitou vypovídací schopnost pro analyzovaný podnik v praktické části.

3.1 Slabé stránky finanční analýzy

Finanční analýza má i přes své široké uplatnění řadu slabých stránek. Mezi nejzásadnější se dá považovat nepřesná vypovídací schopnost účetních výkazů. Takovéto výkazy zpravidla nezobrazují ekonomickou realitu výkonnosti podniku. Dalším slabým místem je považována nejednotnost pravidel účetního výkaznictví v různých zemích. Podniky, které se objevují v analýzách této práce, vykazují své struktury aktiv, pasiv, nákladů a výnosů pomocí Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS), které značně snižují nepřesnost mezi účetními výkazy a ekonomickou realitou podniku.

Během analyzovaného časového období může dojít ke změně účetních zásad výkaznictví, které mohou určité položky ve výkazech značně ovlivnit. Další slabou stránkou je problematika aktiv, která i přes jejich ekonomický přínos nejsou zobrazeny ve výkazech. Typickou položkou může být renomé podniku, dobré dodavatelsko-odběratelské vztahy, kvalifikovaná pracovní síla, leasing apod. [1]

Během podnikatelské činnosti podniku může dojít k tzv. mimořádným událostem. Těmi se myslí zejména nákup či prodej dlouhodobého majetku, manka a škody, apod. IFRS standardy naštěstí takové operace odhalí a vykáže na příslušných účtech ve výkazu zisku a ztráty nebo ve výkazu cash flow.

Při srovnávání ukazatelů s jinými podnikatelskými subjekty je nemožné najít stejný podnik, který by byl stejně velký, měl stejnou kapitálovou strukturu, stejné riziko, apod.

Při srovnávání podniků na mezinárodní úrovni je nutné zohlednit také jiné podnikatelské prostředí v dané zemi (rozdílné nařízení, daňový systém, ...). [10]

3.2 Tradiční ukazatele hodnocení výkonnosti

Tradiční metody pro hodnocení výkonnosti podniku jsou velice oblíbené zejména pro svou jednoduchost a snadnou použitelnost. Výstupy z těchto ukazatelů jsou vstupními daty pro stavbu pokročilejších analýz, zejména slouží jako vstup pro moderní ukazatele hodnocení výkonnosti. Tradiční ukazatele lze v rámci užití v této práci rozdělit na [14]:

1. Analýzu absolutních ukazatelů
 - a. Horizontální analýza
 - b. Vertikální analýza
2. Analýzu rozdílových ukazatelů
 - a. Ukazatele čistého pracovního kapitálu
 - b. Ukazatele čistých peněžních prostředků
3. Analýzu poměrových ukazatelů
 - a. Ukazatele rentability
 - b. Ukazatele zadluženosti
 - c. Ukazatele likvidity
 - d. Ukazatele aktivity
 - e. Ukazatele kapitálového trhu
4. Analýzu soustav ukazatelů
 - a. Bonitní modely
 - b. Bankrotní modely

Kromě výše vypsáných metod existují také vyšší metody tradičních ukazatelů. Z důvodu velké náročnosti na získávání potřebných dat a nízké oblíbenosti v podnikové sféře se dále nebudou vyšší metody v této práci využívat.

3.3 Moderní ukazatele hodnocení výkonnosti

Měření výkonnosti podniku prochází od 80. let 20. století značnou transformací. Investoři a manažeři podniků si uvědomují nedostatky u tradičních ukazatelů. Tyto ukazatele se více

zaměřují na minulou a současnou výkonnost podniku a nezohledňují ve výpočtech faktor časové hodnoty peněz a riziko. Z tohoto důvodu došlo k tvorbě moderních ukazatelů hodnocení výkonnosti, které již tyto faktory zohledňují.

Existuje mnoho moderních ukazatelů, které podávají daleko přesnější ekonomický pohled na zdraví a výkonnost podniku. Pro potřeby měření výkonnosti podniku budou v této práci zpracovány následující ukazatele:

- Ekonomická přidaná hodnota.
- Tržní přidaná hodnota.
- Celková výnosnost pro akcionáře.
- Diskontovaný cash flow.

Z hlediska působení finančních trhů na daný podnik lze ukazatele dělit na účetní, ekonomické a tržní. Účetní ukazatele představují skupinu tradičních ukazatelů, které se zaměřují na výsledek hospodaření podniku, přehled hotovostních toků a rentabilitu. Ekonomické ukazatele do svých analýz zahrnují i faktor rizika a časové hodnoty peněz. Mezi nejpoužívanější ekonomické ukazatele v praxi patří diskontovaný cash flow a ekonomická přidaná hodnota. Tržní ukazatele zahrnují nejen faktory rizika a časové hodnoty peněz, ale přidávají také vývoj akciového trhu. Tržní cena akcií na burze zohledňuje vnímání akcionářů daného podniku, a ovlivňuje tak budoucí výkonnost podniku. [15]

3.4 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů je jedna z prvních analýz aplikovaných v podnicích. Dělí se dle způsobu použití na horizontální (analýza vývojových trendů) a vertikální (procentuální rozbor účetních položek). Cílem této analýzy je rozbor vývoje finanční situace a zkoumání příčin tohoto vývoje. [16]

Analýza absolutních ukazatelů je nutná pečlivost a cílevědomost. Dle Vochozky [17] je při určování finanční stránky podniku důležitější než poměrové ukazatele. Je zapotřebí využít silné analytické schopnosti pro efektivní analýzu. V případě užití mechanických postupů může dojít k znehodnocení těchto ukazatelů.

3.4.1 Horizontální analýza

V případě horizontální analýzy dochází ke srovnání vývoje daných ukazatelů v čase v rámci jednoho podniku (koncernu). Důležité je věnovat pozornost absolutním i procentuálním změnám oproti výchozímu roku u daných položek v účetnictví.

$$\text{Absolutní změna} = \text{hodnota položky}_t - \text{hodnota položky}_{t-1} \quad (1)$$

Absolutní změnu v čase lze zjistit odečtením hodnoty položky v základním období t-1 od hodnoty položky v současném (zkoumaném) období t. Výsledek může dosahovat záporných hodnot.

$$\text{Procentní změna} = \frac{\text{absolutní změna}}{\text{hodnota položky}_{t-1}} * 100 [\%] \quad (2)$$

Procentní změna říká, o kolik procent se změnila hodnota položky v současném období od základního období t-1.

3.4.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza spočívá v procentuálním vyjádření podílů daných účetních položek k celkovému podílu dané vztahové veličině (základně). Jako vztahová veličina bývá většinou zvolena celková hodnota aktiv nebo pasiv v případě analýzy rozvahy (analýza majetkové a finanční struktury), respektive celková hodnota nákladů nebo výnosů v případě analýzy výkazu zisku a ztráty. [18]

3.5 Analýza rozdílových ukazatelů

Pomocí analýz rozdílových ukazatelů se zjišťují velikosti rozdílů mezi vybranými aktivy a pasivy podniku. Pojednávají také o aktuální situaci likvidity a napomáhají k jejich řízení. V rámci těchto analýz se nejvíce sleduje vztah mezi velikostí krátkodobého oběžného majetku (OA) a velikostí krátkodobých závazků. Obecně platí, že by hodnota OA měla být vyšší než hodnota krátkodobých závazků. Tato práce se zaměřuje na 2 základní rozdílové ukazatele:

- čistý pracovní kapitál,
- čisté peněžní prostředky.

3.5.1 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál (dále „ČPK“) je část OA, která jsou krytá (financovaná) dlouhodobými zdroji (obrázek 3). To znamená, že po odečtení krátkodobých zdrojů od OA lze zjistit tu část OA, u které nehrozí nutnost splacení v krátkém období. Výše ČPK je chápána v rámci běžné likvidity a významně ovlivňuje solventnost¹⁰ podniku. Toto tvrzení je nutné brát obezřetně, neboť část OA jsou značně nelikvidní (nedokončená výroba, nedobytné pohledávky, ...). [10]



Obrázek 3: Grafické zobrazení ČPK

Zdroj: RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{krátkodobé závazky} \quad (3)$$

Podle velikosti ČPK se rozlišují 3 strategie financování podnikového majetku:

- konzervativní – pokud je výsledek ČPK kladné číslo,
- neutrální – pokud se výsledek ČPK rovná nule,
- agresivní – pokud je výsledek ČPK záporné číslo.

V případě neutrální strategie podnik respektuje zlaté pravidlo financování, při kterém jsou OA aktiva financována krátkodobými zdroji a dlouhodobá aktiva dlouhodobými zdroji. Konzervativní strategie znamená, že podnik část svých OA financuje pomocí dlouhodobých zdrojů. Jedná se o konzervativní strategii, která je velmi stabilní, kdy nedochází k problémům s likviditou. Nevýhodou je relativně dražší financování. Při agresivní strategii dochází k financování podniku pomocí levnějších krátkodobých zdrojů.

¹⁰ Solventnost je schopnost podniku hradit své závazky včas

Může ovšem snadno dojít k problémům se solventností. Obecně platí, že ČPK by měl dosahovat kladných hodnot. [19]

3.5.2 Čisté peněžní prostředky

Čisté peněžní prostředky (dále „ČPP“) na rozdíl od ČPK nezahrnují málo likvidní OA, tudíž dává přesnější pohled na schopnost podniku hradit okamžitě splatné závazky.

$$\text{ČPP} = \text{pohotovité peněžní prostředky} - \text{okamžitě splatné závazky} \quad (4)$$

Součástí čistých peněžních prostředků jsou také peněžní ekvivalenty (směnky, šeky, krátkodobé termínové vklady a cenné papíry) tedy nástroje peněžního trhu, které jsou rychle přeměnitelné na hotovost. Nevýhodou tohoto ukazatele může být zkreslenost výsledku v případě, že dojde například k dřívější či pozdější úhradě závazku vůči okamžiku analýzy tohoto ukazatele. [2]

3.6 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je nejpoužívanější v rámci finanční analýzy. Jejich popularita je dána tím, že jsou schopné pomocí jednoduchých výpočtů podat hrubou představu o výkonnosti podniku, a jsou snadno porovnatelné s konkurencí. Jak je z názvu patrné, získávání těchto ukazatelů funguje na principu poměrování (dělení) různých položek z účetních výkazů. [1]

Poměrové ukazatele lze rozdělit na podílové a vztahové. Podílové řeší velikost určité části k celkové velikosti daného celku v rámci jednoho výkazu (např. podíl vlastního kapitálu k celkovým pasivům). Vztahové se zaměřují na porovnání velikosti dvou položek, z dvou účetních výkazů (např. velikost tržeb vůči velikosti dlouhodobému majetku).

Mezi nejznámější poměrové ukazatele lze zařadit skupiny ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a ukazatele kapitálového trhu. V této práci jsou obsaženy všechny skupiny těchto ukazatelů. [2]

3.6.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou důležité pro posouzení výnosnosti vloženého kapitálu, tedy jak je podnik schopen vytvářet nové zdroje. Na základě těchto ukazatelů se investoři a management rozhodují o optimální alokaci kapitálových zdrojů. [10]

Při výpočtech se dají využít různých ukazatelů zisku. Mezi nejpoužívanější v ČR se řadí ukazatel EBIT (zisk před zdaněním a úroky) a EAT (zisk po zdanění). V západních zemích se používá často ukazatel EBITDA (zisk před zdaněním, úroky, odpisy a amortizací), který je očištěn o účelné snižování výše zisku pro daňové účely.

V rámci této práce jsou porovnávány podniky z různých zemí. Aby se zabránilo zkresleným výsledkům (jiná míra zdanění) při výpočtech rentabilit, používá se nejčastěji zisk očištěný od vlivu úrokové míry a různých daňových sazeb (EBIT, EBITDA). Očištění ukazatelů probíhá přičtením vyměřené daně, úroků v případě EBIT. Pro zjištění EBITDA se navíc přičtou odpisy a opravné položky k dlouhodobému majetku.

Rentabilita tržeb (ROS – Return On Sales)

Rentabilita tržeb zkoumá poměr velikosti vytvořeného zisku k celkovým tržbám. Ukazatel je oblíbený u většiny nefinančních podniků. Platí, že vyšší hodnota je preferována před nižší. [1]

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{Celkové tržby}} * 100 [\%] \quad (5)$$

Existují různé variace tohoto vzorce. V některých případech se kromě EBIT využívá také EAT (zisk po zdanění).

Rentabilita celkového kapitálu (ROA – Return On Assets)

Tento ukazatel ukazuje na míru dosaženého zisku při zahrnutí celkových aktiv podniku. Platí, že vyšší hodnota je preferována před nižší. Hodnota ROA by dle některých ekonomů měla dosahovat alespoň 0,08 (8 %). Hodnota vyšší než 15 % je považována za velmi dobrou.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Celková aktiva}} * 100 [\%] \quad (6)$$

V čitateli může být EBIT nahrazen ukazatelem EAT (zisk po zdanění).

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return On Equity)

Ukazatel ROE je zejména sledován akcionáři podniku. Říká, k jak velkému zhodnocení investovaného majetku došlo v průběhu účetního období. Obecně platí, že hodnota výnosu pro investory by měla být vyšší, než výnosy z alternativních forem investování, většinou z obligací, podílových fondů, akcií. [2]

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál} * 100 [\%] \quad (7)$$

Hodnota u podniku dobře využívající kapitál by měla přesáhnout 10 %. Za velmi dobrou hodnotu se dá považovat úrovně nad 30 %.

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE – Return On Capital Employed)

ROCE poukazuje na velikost zisku vůči veškerému úplatnému kapitálu v podniku. Jako úplatný kapitál se považují veškeré zdroje, které nesou určitý náklad. V tomto případě se jedná o VK, krátkodobé a dlouhodobé úvěry a půjčky. [10]

$$ROCE = \frac{EBIT}{Úplatný\ kapitál} * 100 [\%] \quad (8)$$

$$Úplatný\ kapitál = VK + krátkodobé\ a\ dlouhodobé\ úvěry\ a\ půjčky \quad (9)$$

Vlastní kapitál nese náklady v podobě očekávané výnosnosti. Náklady krátkodobých a dlouhodobých závazků jsou úroky, v horším případě penále. V rámci této práce dochází ke srovnání zahraničních podniků, které využívají pro výpočet ROCE výhradně ukazatel EBITDA.

3.6.2 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti řeší vztah rizika a velikosti cizích zdrojů. V podnikových financích platí, že čím vyšší je velikost cizích zdrojů, tím vyšší je riziko podniku v podobě neschopnosti splácet své závazky. Cenou cizího kapitálu je úrok, který je pro dlužníka

náklad a pro věřitele výnos. V případě čerpání z vlastních zdrojů je požadovaná výnosnost majitelů podniku obvykle vyšší než u cizích zdrojů (faktor rizika)¹¹.

Cizí kapitál je na rozdíl od vlastního kapitálu chápán jako levnější. Toto tvrzení se opírá o existenci tzv. daňového štítu, který snižuje zatížení podniku pomocí úroků, které jsou ze zákona¹² daňově uznatelným nákladem, tudíž snižují zisky podniku. V porovnání s vlastním kapitálem se výplata podílu na zisku majitelům nepromítá ve snižování daňového základu (jedná se o daňově neuznatelný náklad). [18]

Celková zadluženost

Celková zadluženost je základním ukazatelem zadluženosti. Říká, jaký poměr cizího kapitálu z celkových zdrojů podnik využívá (jak uvádí vztah 10). Řada odborníků se shoduje, že optimální poměr by měl být 30-60 %. Optimální poměr se ovšem mění v závislosti na druhu odvětví, ve kterém podnik působí. Obecně platí, že věřitelé požadují nižší poměr cizího kapitálu (nižší riziko nesplacení úvěru), zatímco akcionáři hledají takovou optimální výši, která jim zajistí maximalizaci zisku či tržní hodnoty podniku. [10]

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}} * 100 [\%] \quad (10)$$

Míra zadluženosti vlastního kapitálu

Míra zadluženosti je vztahový ukazatel, který poměruje velikost cizích a vlastních zdrojů. Sleduje se zde zejména trend v čase. Pokud je trend rostoucí, může se jednat o zvyšování nestability podniku a rizika nesplacení závazků včas. Jedná se o nejdůležitější údaj pro věřitele v případě rozhodování o poskytnutí úvěru pro daný podnik. [19]

$$\text{Míra zadluženosti VK} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}} * 100 [\%] \quad (11)$$

Pokud je hodnota vyšší než 100 % znamená to, že podnik disponuje více cizím než vlastním kapitálem. Hodnoty nad 200 % poukazují na rizikové financování podniku převážně z cizích zdrojů. Hodnoty blízké 0 značí nedostatečné využívání finanční páky.

¹¹ Riziko pro majitele pramení v uspokojování nároků věřitelů před nároky majitelů.

¹² Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu

Úrokové krytí

Úrokové krytí je dalším ukazatelem, u kterého je potřeba sledovat vývoj v rámci více účetních období. Tento ukazatel říká, kolikrát převyšuje zisk před zdaněním a úroky (EBIT) náklady na cizí kapitál (zjednodušeně nákladové úroky). Řada analytiků se shoduje, že optimální hodnota se nachází mezi 5 – 8. [20]

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} \quad (12)$$

Doba splácení dluhu z provozního cash flow

Tento ukazatel je založen na bázi cash flow a říká, za jakou dobu by podnik splatil své závazky z provozního cash flow. Důležité je sledovat trend vývoje tohoto ukazatele. Za optimální se považuje klesající trend. [10]

$$\text{Doba splácení dluhů} = \frac{\text{Cizí zdroje-rezervy}}{\text{Provozní cash flow}} \text{ [v letech]} \quad (13)$$

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem

Tento ukazatel slouží zejména k posuzování finanční stability podniku. Říká, jaké množství (poměr) dlouhodobého majetku je financováno z vlastních zdrojů podniku. Číslo vyšší než 1 je obecně bráno jako symbol stability, neboť dlouhodobý majetek i část OA jsou kryté vlastními zdroji.

$$\text{Krytí dlouhodobého majetku VK} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}} * 100 \text{ [%]} \quad (14)$$

3.6.3 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity se zaměřují na množství dostupných relativně likvidních aktiv, kterými je možné včas a v krátké době uhradit závazky podniku. Podle rychlosti přeměny aktiv na peněžní prostředky se rozlišují tři stupně likvidity - běžná, pohotová a okamžitá. [18]

Běžná likvidita (likvidita III. stupně)

Běžná likvidita sleduje, jaká poměrná část z OA by v případě potřeby stačila na uhrazení krátkodobých závazků. Z důvodu menšího zkresení, by se v položce OA neměly objevit

neprodejné zásoby či nedobytné pohledávky. Optimální hodnota ukazatele se nachází mezi 1,5 – 2,5. V případě hodnoty nižší než 1 je podnik vystaven riziku nedostatku likvidity. [10]

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (15)$$

Pohotová likvidita (likvidita II. stupně)

Pohotová likvidita říká, zdali (a kolikrát) je podnik schopen uhradit své krátkodobé závazky relativně likvidními krátkodobými pohledávkami a finančním majetkem. Optimální hodnoty se pohybují mezi 1 – 1,5. Hodnoty nižší než 1 jsou v porovnání s běžnou likviditou méně problematické. Spíše se jedná o předčasné varování pro podnik. [18]

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (16)$$

Okamžitá likvidita (likvidita I. stupně)

Okamžitá likvidita se zaměřuje na nejlikvidnější aktiva podniku. Jeho hodnota by se měla držet v rozmezí 0,2 – 0,5, rozhodně by neměla přesahovat 1, neboť by docházelo k neefektivnímu využívání aktiv podniku. [10]

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý FM}}{\text{Krátkodobý CK}} \quad (17)$$

3.6.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity obecně dávají přehled, jak jednotlivé složky aktiv setrvávají ve své podobě. V případě nedostatku aktiv se může stát, že podnik přichází o zakázky (nemá například dostatek strojů ve výrobě). Naopak, v případě nadbytku aktiv se zbytečně navyšují náklady na majetek (údržba strojů, pronájem atd.). [1]

Obrat aktiv

Obrat aktiv naznačuje efektivitu využívaných aktiv. Říká, kolikrát jsou tržby v účetním období vyšší než využívaná aktiva podniku. Čím vyšší hodnoty se získají, tím lépe se využívají aktiva podniku. Minimální hodnota ukazatele by měla být 1.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celková aktiva}} \quad (18)$$

Obrat dlouhodobého majetku

Tento ukazatel udává, kolikrát se v podniku „obrábí“ dlouhodobý majetek. Při výpočtu je nutné nezahrnovat do DM celkový úhrn odpisů majetku (oprávky).

$$\text{Obrat DM} = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{DM}} \quad (19)$$

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob podává představu o průměrném počtu dnů, ve kterých podnik drží zásoby, až do doby spotřeby či přeměny na likvidnější prostředky (pohledávky či peněžní prostředky a jejich ekvivalenty). Čím je tato doba kratší, tím je lepší hospodaření se zásobami. Výsledek tohoto ukazatele můžou ovlivnit i dlouhodobě nevyužité zásoby. Pro přesnější výpočet se stav zásob na konci období průměruje se stavem na začátku období (jedná se o stavovou veličinu). [10]

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Průměrný stav zásob}}{\text{Celkové tržby}} * 365 \text{ [ve dnech]} \quad (20)$$

$$\text{Průměrný stav zásob} = \frac{\text{Zásoby na začátku období} + \text{zásoby na konci období}}{2} \quad (21)$$

Doba obratu pohledávek

Tento ukazatel dává přehled o průměrné době, při které je majetek podniku vázán v pohledávkách. Využívá se zejména pro zjištění, za kolik dní jsou v průměru pohledávky podniku splaceny. Tento ukazatel je často porovnáván s dobou obratu závazků s tím, že ideálně by měla doba obratu závazků převyšovat dobu obratu pohledávek. Pokud je situace opačná, může dojít k druhotné platební neschopnosti¹³.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Průměrný stav pohledávek}}{\text{Celkové tržby}} * 365 \text{ [ve dnech]} \quad (22)$$

$$\text{Průměrný stav pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky na začátku období} + \text{pohledávky na konci období}}{2} \quad (23)$$

¹³ Jedná se o situaci, kdy podnik nemůže uhradit včas své závazky z důvodu dosud nesplacených pohledávek.

Doba obratu závazků

Tento ukazatel říká, kolik dní v průměru trvá, než podnik splatí svůj závazek vůči dodavatelům. V případě, že je hodnota tohoto ukazatele vyšší než hodnota ukazatele doby obratu pohledávek, jedná se o příznivou situaci pro podnik. Nedochozí k nadbytečnému čerpání peněžních prostředků (či úvěru) pro včasné uhrazení závazku. [18]

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{Krátkodobé\ závazky\ z\ obchodního\ styku}{Celkové\ tržby} * 365 [ve\ dnech] \quad (24)$$

3.6.5 Ukazatele kapitálového trhu

Tyto ukazatele jsou využívány zejména akcionáři, kteří se snaží posoudit finanční výkonnost podniku, který je obchodovatelný na kapitálovém trhu.

Zisk na akcii (EPS – Earnings Per Share)

Tento ukazatel dává přehled o absolutní velikosti zisku po přepočtení na jednu emitovanou akcii podniku. Platí, že čím je hodnota EPS vyšší, tím je kapitál více rentabilní.

$$EPS = \frac{EAT}{Počet\ emitovaných\ kmenových\ akcií} \quad (25)$$

Price-Earnings ratio (P/E ratio)

P/E ratio je nejpoužívanějším ukazatelem výkonnosti podniku, operujícím na kapitálovém trhu. Ukazatel dává do poměru aktuální tržní cenu akcie vůči zisku na 1 akcii. Pokud je hodnota P/E nižší než u konkurence znamená to, že akcie daného podniku jsou podhodnocené (signál pro nákup). V opačném případě se jedná o akcie nadhodnocené, a investoři tak dostávají signál pro prodej. Obecně platí, že pokud je P/E ratio pod 10, jedná se akcii podhodnocenou a lze jí nakoupit.

$$PE\ ratio = \frac{Tržní\ cena\ akcie}{Zisk\ na\ akcii} \quad (26)$$

Dividendový výnos

Ukazatel vyjadřuje současnou výnosnost akcie v dividendovém vyjádření. Při výpočtu je nutné zohlednit faktor přerozdělení. Podnik obvykle nerozpouští veškerý zisk do výplaty

dividend, část zisku přesouvá do nerozděleného zisku. Díky tomu může podnik investovat s vidinou vyššího zisku v budoucnu. Tím se může zvýšit tržní cena akcie, a dojde tak k vrácení prostředků akcionářům. Tržní cena akcie je pro výpočet tohoto ukazatele zjišťována vždy k 31. prosinci daného roku.

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{Dividenda na akcii}}{\text{Tržní cena akcie}} * 100 [\%] \quad (27)$$

Podíl dividendy k zisku na 1 akcii

Ukazatel slouží pro zjištění, jaký poměr ze zisku je akcionáři vyplacen v podobě dividendy. Tento ukazatel je pro potřeby této práce zbytečný, neboť je tento ukazatel pravidelně reportován samotným vedením zkoumaného podniku.

$$\text{Podíl dividendy k zisku na akcii} = \frac{\text{Dividenda na akcii}}{\text{Zisk na akcii}} * 100 [\%] \quad (28)$$

Podniky si pro výplatu dividendy nastaví tzv. výplatní poměr. Tento poměr vychází ze stejného ukazatele, avšak ve jmenovateli je zisk na akcii očištěn o vliv odpisů a oprávek.

3.6.6 Vztahy mezi poměrovými ukazateli

Samotné výsledky dílčích poměrových ukazatelů mají sami o sobě omezenou vypovídací schopnost o podniku. U těchto ukazatelů je dobré vnímat vzájemné vazby mezi nimi. Mezi nejvýznamnější vztahy ukazatelů lze vnímat následující [10]:

- **Zadluženost a rentabilita** – vyšší zadluženost je vnímána negativně. Z pohledu akcionáře, který do podniku vložil své prostředky, se může jednat o dobrou finanční páku. O efektivním užití cizího kapitálu jako finanční páky se dá hovořit pouze tehdy, pokud je rentabilita úhrnného vloženého kapitálu (ROCE) vyšší než průměrné náklady na cizí kapitál.
- **Zadluženost a likvidita** – při analýze likvidity je nutné zohlednit strukturu cizích zdrojů. Vysoká zadluženost nemusí být vždy problémem pro udržení likvidity podniku. Zejména, pokud je podnik schopen získat dlouhodobé zdroje s nízkým úročením. Problémy s likviditou pravděpodobně nastanou při využívání krátkodobých cizích zdrojů.

- Likvidita a rentabilita – v podniku je v běžném období nutné udržovat určitou úroveň peněžních prostředků a jejich ekvivalentů pro zajištění schopnosti splácet krátkodobé závazky (zejména závazky vůči dodavatelům). Na druhé straně se tyto peněžní prostředky nijak nepodílí na tvorbě zisku a snižují tak rentabilitu podniku.
- Aktivita a rentabilita – Efektivní využívání aktiv, které se odrazí ve vyšší obratovosti aktiv, povede k vyšší rentabilitě. Existují dva způsoby zvyšování rentability, buď zvyšováním obratovosti aktiv či zvyšováním ziskové marže.
- Likvidita a aktivita – některé podniky mohou vykazovat nízkou hladinu likvidity i v případě, že s ní problém nemají. Příčinou může být delší doba splatnosti závazků než pohledávek. Tím může podnik snížit množství likvidity na minimum.

3.7 Analýza soustav ukazatelů

„Výsledkem finanční analýzy by mělo být celkové zhodnocení finanční situace podniku, odhalení silných a slabých míst, identifikace významných činitelů ovlivňujících daný stav hospodaření a návrh doporučení pro zlepšení do budoucna“. Knápková [10 s. 131]

Výsledný výstup hodnocení výkonnosti podniku by měl vycházet z dílčích analýz, které se vzájemně propojují a ovlivňují. Ideálním výstupem v očích analytiků je souhrnný ukazatel, který by jednoduše zobrazil stav podniku. Existuje celá řada souhrnných ukazatelů, avšak pro potřeby této práce jsou v další části využívány pouze:

- bonitní model – Kralickův Quicktest,
- bankrotní modely – Z-skóre (Altmanův model), Index důvěryhodnosti (IN).

Výše uvedené modely jsou jedny z nejběžnějších, se kterými se lze setkat. Bonitní modely obecně slouží pro zjištění zdraví podniku. Modely jsou založené na bodovém hodnocení různých oblastí v hospodaření. Bankrotní modely slouží pro zjištění, zda nehrozí danému podniku bankrot. Modely vychází z předpokladu včasného identifikování hrozícího bankrotu pomocí typických znaků, kterými jsou problémy s likviditou, zvyšující se zadluženost, nízká rentabilita a další. [19]

3.7.1 Kralickův Quicktest

Tento model se skládá celkem ze čtyř ukazatelů. Mezi nimi jsou dva ukazatele zadluženosti (finanční stability), ukazatel rentability a likvidity (finanční výkonnosti). Jak je patrné z tabulky 3, každému ukazateli je přidělen příslušný počet bodů v závislosti na dílčím výsledku. Výsledek modelu je postaven na vzestupném principu, tedy čím vyšší výsledek (skóre), tím lepší celkové zdraví podniku. [2]

Tabulka 3: Stupnice hodnocení Kralickova Quicktestu

Ukazatel	Ukazatel	Výpočet	Bodové škála	Počet získaných bodů
R1	Zadluženosti (krytí celkových aktiv vlastním kapitálem)	VK / Celková aktiva	0,3 a více	4
			0,2-0,3	3
			0,1-0,2	2
			0-0,1	1
			0 a méně	0
R2	Zadluženosti (Doba splácení dluhů)	(CK - rezervy) / Provozní CF	3 a méně	4
			3-5	3
			5-12	2
			12-30	1
			30 a více	0
R3	Rentability celkového kapitálu ROA	EBIT / Celková aktiva	0,15 a více	4
			0,12-0,15	3
			0,08-0,12	2
			0-0,08	1
			0 a méně	0
R4	Likvidity	Provozní CF / Celkové tržby	0,1 a více	4
			0,08-0,1	3
			0,05-0,08	2
			0-0,05	1
			0 a méně	0

Zdroj: HOLEČKOVÁ, Jaroslava. Finanční analýza firmy. Praha: ASPI, 2008

Konečné hodnocení (koeficient) finančního zdraví podniku se získá jako aritmetický průměr dílčích ukazatelů R₁-R₄.

$$\text{Koeficient finančního zdraví} = \frac{R_1 + R_2 + R_3 + R_4}{4} \quad (29)$$

Pokud je koeficient vyšší či roven 3, jedná se o podnik s výborným finančním zdravím. Koeficient menší nebo roven 1 vypovídá o špatném finančním zdraví podniku. Střední hodnoty stupnice koeficientu (hodnota větší než 1 a zároveň menší než 3) ukazují na podnik relativně finančně zdravý, avšak s potenciálním rizikem. [18]

3.7.2 Z-skóre (Altmanův model)

Z-skóre neboli Altmanův model je v praxi hojně využíván zejména z důvodu věrného zobrazení finančního stavu podniku. Jedná se o lineární rovnici s několika proměnnými, které vychází z tradičních ukazatelů finanční analýzy. Každému ukazateli je přiřazena váha. Postupem času vzniklo několik variant této rovnice. Pro potřeby této práce se jako ideální jeví rovnice, která byla vytvořena pro podniky obchodované na kapitálovém trhu. [19]

$$Z = 1,2 * X_1 + 1,4 * X_2 + 3,3 * X_3 + 0,6 * X_4 + 1,0 * X_5 \quad (30)$$

kde:

$$X_1 = \frac{\text{ČPK}}{\text{Celková aktiva}} \quad (31)$$

$$X_2 = \frac{\text{Nerozdělené zisky}}{\text{Celková aktiva}} \quad (32)$$

$$X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Celková aktiva}} \quad (33)$$

$$X_4 = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Cizí kapitál}} \quad (34)$$

$$X_5 = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celková aktiva}} \quad (35)$$

Výsledná hodnota Z odpovídá zdraví podniku. Pokud je Z vyšší než 2,99, jedná se o podnik s uspokojivou finanční situací. V případě hodnoty Z nacházející se v pásmu 1,81 – 2,99 je finanční situace nevyhraněná (nejistá). V případě Z menším než 1,81 je podnik adeptem na bankrot do 2 let (velké finanční problémy). [10]

3.7.3 Index důvěryhodnosti

Indexy důvěryhodnosti byly, na základě matematicko-statistických modelů ratingu a mnoha analýz, vytvořeny Inkou a Ivanem Neumaierovými pro využití v podmínkách ČR. Index byl od roku 1995 celkem třikrát modifikován tak, aby dosahoval přesnější výsledků. Tato práce se zaměřuje na průmyslové odvětví, pro které se nejvíce hodí IN05 (poslední modifikace) vytvořený v roce 2005.

Tabulka 4: Výpočty dílčích ukazatelů IN05 s vahami

Ukazatel	Ukazatel	Výpočet	Váhy ukazatelů
V1	Zadluženosti	Celková aktiva / Cizí zdroje	0,13
V2	Úrokové krytí	EBIT/ Nákladové úroky	0,04
V3	Rentability celkového kapitálu ROA	EBIT / Celková aktiva	3,97
V4	Likvidity	Provozní výnosy / Celková aktiva	0,21
V5	Zadluženost oběžných aktiv	Oběžná aktiva / (Krátkodobé závazky + krátkodobé úvěry)	0,09

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4 jsou podrobněji rozepsány dílčí výpočty potřebné pro zjištění výsledku IN05. Je patrné, že index se zaměřuje na ukazatele ROA, zadluženosti, likvidity a úrokového krytí. Všechny dílčí výpočty (kromě V5) byly řešeny v předchozí části této práce. Jedná se tedy o běžné ukazatele hojně využívané v rámci finančních analýz. U ukazatele V4 byly výnosy modifikované na provozní výnosy, které jsou očištěny o finanční výnosy (výnosové úroky, ostatní finanční výnosy), které nevychází z hlavní podnikatelské činnosti. [1]

$$IN05 = 0,13 * V1 + 0,04 * V2 + 3,97 * V3 + 0,21 * V4 + 0,09 * V5 \quad (36)$$

Výsledek indexu lze rozdělit do 3 kategorií:

- $IN05 > 1,6$ podnik tvoří hodnotu,
- $IN05 < 0,9$ podnik svou hodnotu snižuje,
- $0,9 < IN05 < 1,6$ podnik se nachází v tzv. šedé zóně.

Šedá zóna znamená možné ohrožení tvorby přidané hodnoty pro vlastníky. Jelikož se jedná o zónu s širokým intervalem je nutné, sledovat vývoj indexu důvěryhodnosti v čase (trendová analýza).

4 Moderní ukazatele hodnocení výkonnosti

Moderní ukazatele se zaměřují na tvorbu hodnoty pro akcionáře. Důvodem jsou zejména rozsáhlé úpravy účetních výkazů takovým způsobem, aby se více přibližovaly skutečnému stavu podniku. V této práci se objevují ukazatele, které se zaměřují na podniky obchodovatelné na kapitálových trzích. Mezi takové lze řadit:

- ukazatel ekonomické přidané hodnoty,
- ukazatel tržní přidané hodnoty,
- ukazatel celkové výnosnosti pro akcionáře,
- ukazatel diskontovaného cash flow.

4.1 Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota (dále jen „EVA“) je velice oblíbeným ukazatelem při měření finanční výkonnosti podniků v různých odvětvích. Důvodem této obliby je rozdílná interpretace účetního a ekonomického (skutečného) zisku. Cílem analytiků je zjištění reálných údajů o podniku. Ukazatel EVA představuje rozdíl mezi výnosy a ekonomickými náklady, jejichž součástí jsou i náklady oportunitní. Oportunitní náklady jsou náklady ztracené příležitosti z peněžních částek, které nebyly využity na nejlepší alternativní investici se stejným rizikem. Cílem ukazatele EVA je zjištění ekonomického zisku, tedy zisku očištěného jak o standardní náklady, tak o náklady vlastního a cizího kapitálu. Ekonomický zisk je dosažen tehdy, pokud jsou náklady na kapitál nižší než účetní zisk. [13]

V případě rostoucího trendu ukazatele EVA dochází zpravidla ke zvyšování tržní kapitalizace. Díky této korelaci je více než žádoucí, aby investor využil příležitost zhodnotit své finanční prostředky pomocí ukazatele EVA.

$$EVA = NOPAT - C * WAAC \quad (37)$$

kde:

NOPAT je zisk z operativní činnosti po zdanění,

C je kapitál, který je využíván v hlavní podnikatelské činnosti a tvoří operativní zisk,

WACC je průměrné vážené náklady na kapitál.

Před samotným výpočtem ukazatele EVA je nutné upravit některé položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

Alternativní výpočet ukazatele EVA:

$$EVA = (RONA - WACC) * C \quad (38)$$

kde

$$RONA = \frac{NOPAT}{C} = \text{rentabilita čistých operativních aktiv} \quad (39)$$

Na základě vztahu 37 je zřejmé, že ukazatel EVA dosahuje kladných hodnot v případě, že rentabilita operativních aktiv převyšuje náklady na kapitál. Podle toho se dá zjistit, zdali podnik zvyšuje či snižuje hodnotu pro své akcionáře. V některých případech se může stát, že ačkoliv podnik vytváří účetní zisk, nemusí vytvářet zisk ekonomický.

4.1.1 Úprava účetních výkazů

Před samotným výpočtem ukazatele EVA je nutné podrobit účetní výkazy důkladné analýze. To spočívá zejména v odstranění takových částí aktiv z rozvahy, které se nijak nepodílí na tvorbě operativního zisku. Dále je nutné do rozvahy zahrnout majetek podniku, který není veden v rozvaze, ale podílí se na tvorbě operativního zisku (zejména leasing a pronájem).

Pokud dochází k úpravě rozvahy, je nutné tím samým způsobem upravit výsledovku. V ní je třeba převést zisk na operativní zisk vyloučením takových položek, které přímo nesouvisí s výší operativního zisku, a přidáním takových položek, které se podílí na výší operativního zisku. [1]

Vymezení čistých operativních aktiv (NOA)

NOA jsou aktiva produkující operativní zisk. Při úpravě rozvahy dochází k vyčlenění neoperativních aktiv, a také dochází k vyčlenění neúročeného kapitálu na straně pasiv. Největší pozornost při takové úpravě je nutné věnovat:

- vyřazení krátkodobého finančního majetku, který není nutné držet z důvodu zajištění likvidity, popřípadě aktiv, která jsou držena pouze spekulativně,

- vyřazení nedokončených investic, které se nijak nepodílí na generování zisku,
- vyřazení veškerých pohledávek a závazků, které nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností (pronájem budovy, pohledávka/závazek za daň z příjmu, ...),
- vyřazení pohledávek po splatnosti a odložených daňových pohledávek,
- vyřazení neúročeného cizího kapitálu z pasiv (krátkodobé půjčky),
- přidání goodwillu, který se zjišťuje pouze při změně vlastnické struktury,
- zvýšení aktiv o náklady na výzkum a vývoj, vzdělávání zaměstnanců,
- zvýšení aktiv o majetek, který má podnik v pronájmu či leasingu.

Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)

Ke správnému vymezení NOPAT, je nutné upravit výsledovku stejným způsobem jako v případě zjišťování NOA. Při úpravě výsledovky je proto nutné zaměřit se na:

- přičtení placených úroků zpět k výsledku hospodaření,
- vyloučit náklady a výnosy, které jsou ojedinělé a nemají nic společného s hlavní podnikatelskou činností (mimořádné odpisy, prodej majetku, rozpuštění rezerv, ...),
- vyloučení nákladů na výzkum a vývoj, vzdělávání zaměstnanců,
- dopočítání dodatečné daně na základě změn ve výsledovce.

4.1.2 Určení průměrných vážených nákladů na kapitál

Pro výpočet ukazatele EVA je nutné zjištění vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC) v podniku. Ty se vypočítají jako vážený aritmetický průměr nákladů na vlastní a cizí kapitál. Vahami jsou velikosti vlastního a cizího kapitálu k poměru celkového kapitálu.

$$WACC = N_{CK} * (1 - t) * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C} \quad (40)$$

kde:

N_{CK} jsou náklady na cizí kapitál, ve většině případů se jedná o nákladové úroky,

N_{VK} jsou náklady na vlastní kapitál, tedy požadovaná (očekávaná) výnosnost vlastního kapitálu pro akcionáře,

CK je absolutní velikost cizího kapitálu,

VK je absolutní velikost vlastního kapitálu,

C je celkový kapitál (VK + CK),

t je daň z příjmu právnických osob, pro potřeby této práce je t nahrazeno skutečnou výší zaplacené daně pomocí následujícího vztahu:

$$t = \frac{\text{Skutečně zaplacená daň z příjmu}}{\text{Zisk před zdaněním}} \quad (41)$$

Před výpočtem WACC je nutné stanovit náklady na cizí a vlastní kapitál. Pro stanovení nákladů je nutné hlubší analýzy s využitím podrobnějších zdrojů z podniku.

Náklady na cizí kapitál

Tyto náklady představují průměrnou úrokovou míru všech úvěrů a obligací, které vstupují do kapitálové struktury podniku. V podnikových financích platí, že cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál. Z tohoto důvodu je pro podnik do určité míry výhodné, aby financoval část svých aktiv právě cizím kapitálem. Náklady tohoto kapitálu jsou většinou dohodnuty v úvěrové smlouvě, v případě obligací smlouva o koupi dluhopisů. Věřitel je v tomto případě chráněn smlouvou, a významně tím eliminuje riziko ze ztráty kapitálu v porovnání s přímým investováním do podniku skrze vlastní kapitál. Zjišťování nákladů na cizí kapitál je jednodušší, než určení nákladů na vlastní kapitál.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál představují požadovaný (očekávaný) výnos akcionářů podniku. Akcionáři při kapitalizování podniku očekávají určitý výnos s přihlédnutím k riziku. Díky tomu jsou náklady na obsluhu vlastního kapitálu vyšší, v porovnání s cizím kapitálem. Při rozhodování v podniku o skladbě vlastního a cizího kapitálu může vzniknout otázka, k čemu je dobré využívat v podniku vlastní kapitál i v případě, že je mnohonásobně dražší? Odpověď je velice jednoduchá. Při větším využívání cizího kapitálu se může rapidně zvyšovat zadluženost. Takové zvyšování může vést ke snížení solventnosti podniku či snížení ratingu (bonity). V případě snížení ratingu se každý další čerpaný úvěr či emise obligací neúměrně zdražuje, tedy zvyšuje požadovaná výnosnost věřitelem poskytnutých finančních prostředků. [16]

Při určování nákladů na vlastní kapitál existuje mnoho postupů. Jedná se o stanovení nákladů na základě:

- stavebnicového modelu INFA¹⁴,
- modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- modelu diskontovaných dividend,
- odvození z průměru ROE v odvětví.

Pro potřeby této práce se jeví jako nejvhodnější použití modelu CAPM, který se zaměřuje na podniky obchodované na kapitálových trzích.

Model CAPM lze vypočítat takto:

$$CAPM = \text{Bezriziková míra} + \beta * \text{tržní riziková přírážka} [\%] \quad (42)$$

kde:

bezriziková míra představuje výnos 10letého státního dluhopisu ČR, může se použít i jiný ukazatel, musí však platit nulová rizikovost,

β je poměr rizika dané firmy ve srovnání s tržním rizikem,

tržní riziková přírážka je očekávaná výnosnost po odečtení bezrizikové míry.

Koeficient β je benchmarkový ukazatel volatility dané akcie vůči trhu či indexu. Říká, o kolik procent se v průměru změnila tržní cena akcie oproti trhu či indexu na denní bázi.

Tento ukazatel může nabírat hodnot z následujících intervalů:

- $\beta < 0$ ve zkoumaném období se akcie pohybovala opačným směrem, nežli trh/index,
- $\beta \in (0;1)$ ve zkoumaném období se akcie pohybovala s trhem/indexem, ale s nižší volatilitou,
- $\beta = 1$ ve zkoumaném období se akcie pohybovala naprosto identicky s trhem/indexem,
- $\beta > 1$ ve zkoumaném období se akcie pohybovala s trhem/indexem, ale s vyšší volatilitou.

¹⁴ Stavebnicový model INFA je využíván pro potřeby Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO)

Ukazatel je složen z průměrů rozdílů denní volatility za dané časové období, nejčastěji za rok. Koeficient β se v případě větších podniků dá získat od jedné z největších ratingových agentur Standard & Poor's (S&P), kde se volatilita dané akcie srovnává s volatilitou indexu S&P. V případě, že koeficient není k dispozici, je možné jej graficky odvodit či vypočítat. V rámci této práce je koeficient β u analyzovaného podniku stanoven v porovnání s českým burzovním indexem PX, který obsahuje akcii daného podniku.

Tržní riziková přírážka je chápána jako odměna za podstoupené riziko. Tento ukazatel je běžně zveřejňován u ratingových agentur. Velikost tržní rizikové přírážky se sestavuje na základě hodnot dvou složek. Prvním faktorem je rating daného státu, podle kterého se zjistí tržní přírážka. Při stanovení rizikové přírážky je nutné zjistit i přírážku za konkrétní podnik na základě ratingu. Poté se obě přírážky sečtou. V rámci práce se určuje riziková přírážka z dostupných zdrojů ratingové společnosti Standard & Poor's.

4.2 Tržní přidaná hodnota

Tržní přidaná hodnota (dále jen „MVA“) měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a vloženým kapitálem. Jinými slovy sleduje, kolik by akcionáři získali případným prodejem vlastněných akcií po odečtení vložených kapitálových prostředků.

$$MVA = \text{Tržní kapitalizace} - \text{investovaný kapitál} \quad (43)$$

kde:

$$\text{tržní kapitalizace} = \text{tržní cena akcie} * \text{počet emitovaných akcií} \quad (44)$$

V některých případech lze za investovaný kapitál dosadit vlastní kapitál podniku. Pokud podnik nevytváří hodnotu, lze také hovořit o tržní ztracené hodnotě (MVL). Mohou nastat tři situace [21]:

- $MVA < 0$ hodnota podniku se snižuje,
- $MVA = 0$ hodnota kapitálových prostředků se akcionářům nezhodnocuje,
- $MVA > 0$ dochází ke zhodnocování kapitálových prostředků pro akcionáře.

4.3 Celková výnosnost pro akcionáře

Celková výnosnost pro akcionáře (dále jen „TSR“) vychází z ukazatele MVA. Aplikace je vhodná výhradně pro podniky s dividendovou politikou. Oproti ukazateli MVA započítává do celkové výnosnosti i vyplacené dividendy.

$$TSR_t = P_t - P_{t-1} + Dividenda_t + Dividenda_{t-1} \quad (45)$$

kde:

P_t je tržní cena akcie v aktuálním (zkoumaném) roce,

P_{t-1} je tržní cena akcie v předchozím roce,

$Dividenda_t$ je velikost hrubé dividendy v aktuálním (zkoumaném) roce,

$Dividenda_{t-1}$ je velikost hrubé dividendy v předchozím roce.

Z výpočtu je patrné, že se jedná o kumulativní sčítání vyplacených dividend a zohlednění nákupní a prodejní ceny akcie. Dividenda se ve výpočtu objevuje v hrubém vyjádření, tedy před zdaněním srážkovou daní. Ukazatel TSR je v komparaci s MVA přesnější ukazatel, který zohledňuje i vyplacené dividendy. Nevýhodou je absence faktoru času na hodnotě peněz.

4.4 Diskontovaný cash flow

Diskontovaný cash flow (dále jen „DCF“) je ukazatel založený na výnosové metodě. Jedná se o nejčastěji používaného ukazatele při stanovování současné hodnoty budoucích očekávaných příjmů. Model použitý v této práci je založen na stanovení volného cash flow (FCFF) a jeho diskontování. Pomocí modelu lze odhadovat cash flow maximálně na následujících 5 let. Pro odhad cash flow nad 5 let se používá stabilní očekávané tempo růstu cash flow. [1]

V této práci se sestavuje cash flow model na 5leté období pomocí rovnice:

$$NPV = \sum_{t=1} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (46)$$

kde:

NPV – Net Present Value (čistá současná hodnota),

FCFF – Free Cash Flow to Firm (volný peněžní tok).

FCFF = Čistý cash flow z provozní činnosti – cash flow z investiční činnosti (47)

Za diskontní faktor lze v případě stanovování vnitřní hodnoty akcie využít WACC. Před samotným výpočtem se musí odhadnout budoucí vývoj provozní a investiční cash flow.

5 Aplikace finančních ukazatelů na konkrétní podnik

Tato část se zaměřuje na praktické využití finančních ukazatelů z předešlé části. Pro potřeby této diplomové práce byla vybrána Skupina ČEZ (dále také „podnik“), která je lídrem v oblasti výroby, distribuce a prodeje elektrické energie a tepla ve střední a jihovýchodní Evropě. ČEZ byl vybrán autorem této práce také z důvodu jeho vlastnictví akcií tohoto podniku, a tudíž vznikla potřeba důkladné analýzy, která bude podkladem pro rozhodování o zvýšení či snížení množství kapitálu investovaného ve Skupině ČEZ.

Tato práce se kromě analýzy daného podniku zaměřuje na porovnání dosažených výsledků v analýze s dvěma pečlivě vybranými konkurenty v energetickém sektoru v Evropě. Takový typ srovnání napříč různými státy není pro analytiku vůbec jednoduché. Existují zde různé podnikatelské prostředí (regulace ze strany státu, daňová sazba), které tvoří bariéru pro validní finanční analýzu.

Z důvodu zachování validního výstupu z analýzy byly vytvořeny následující kritéria pro výběr konkurence k porovnání:

- Podnikatelská aktivita na území ČR.
- Zajišťování výroby elektřiny z konvenčních i obnovitelných zdrojů.
- Veřejně obchodovatelná akciová společnost na kapitálových trzích.

Kritériem pro správný výběr konkurence Skupiny ČEZ pro porovnání byly podnikatelské aktivity těchto podniků v rámci střední Evropy, které zároveň představují největší konkurenty pro analyzovaný podnik. Dalším kritériem zajišťuje, že se nebudou srovnávat podniky, které nabízí pouze službu v podobě prodeje energií koncovým zákazníkům, ale podniky, které se podílejí přímo na výrobě elektřiny. Z důvodu využití ukazatelů kapitálového trhu je nutné, aby byly všechny srovnávané podniky volně obchodovatelné na kapitálových trzích.

Na základě výše zmíněných kritérií se mezi výběrové podniky dostaly dva, které se spolu se Skupinou ČEZ řadí mezi top 10 podniků v energetickém odvětví v Evropě. Jedná se o dva největší německé energetické podniky E.ON a RWE.

V této části diplomové práce je nejprve stručně charakterizována Skupina ČEZ a její aktivity v oblasti výroby, distribuce a prodeje elektřiny a plynu. Poté se práce zaměřuje na výběr konkurence včetně stručné charakteristiky takto vybraných podniků.

Další část je zaměřena na analýzy majetkové a finanční struktury, které dále vyústí do analýzy výkonnosti podniku na základě tradičních ukazatelů, zejména ukazatelů rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti. Součástí analýz jsou ukazatele zaměřené na kapitálové trhy. Mezi nimi jsou začleněny ukazatele zisku na akcii (EPS), P/E ratio, dividendový výnos a další nezbytné ukazatele, které jsou zajímavé především pro akcionáře.

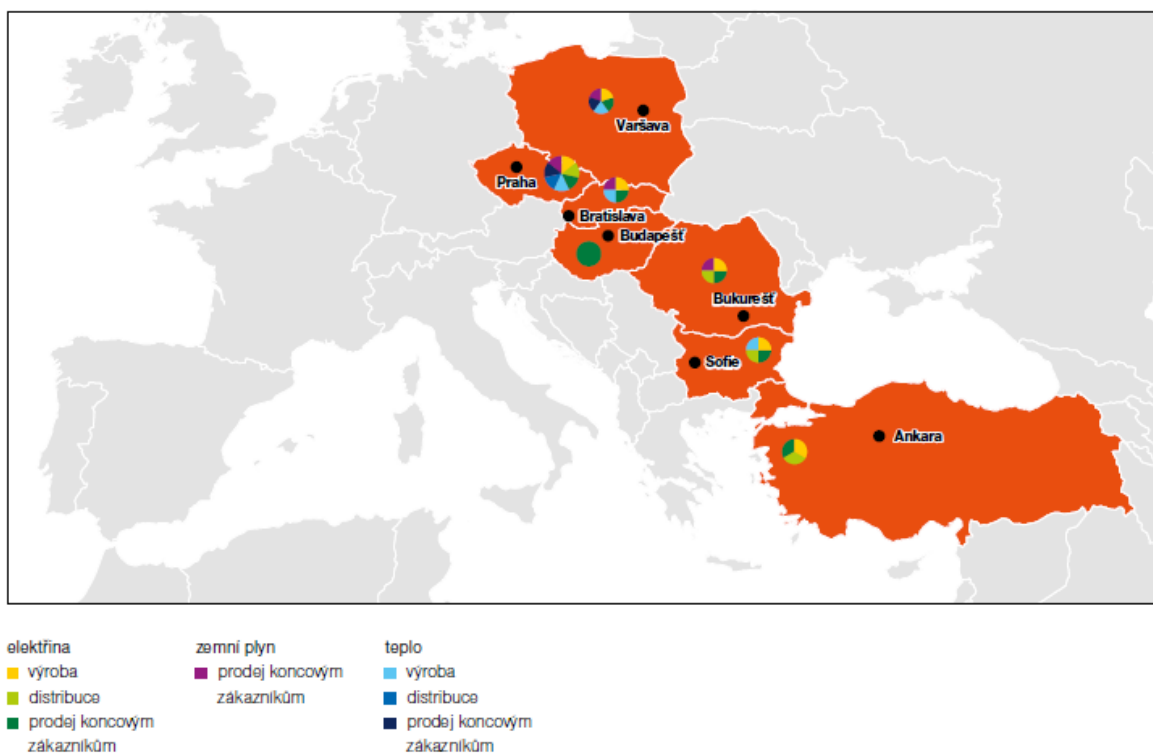
Moderní ukazatele jsou v této práci reprezentovány především ukazatelem ekonomické přidané hodnoty, tržní přidané hodnoty, celková návratnost investice pro akcionáře. Při řešení těchto ukazatelů je nutné upravit rozvahu a výsledovku do podoby, která blíže reflektuje reálné a věcné zobrazení. Díky tomu se zjistí čistá operativní aktiva (NOA) a čistý operativní zisk po zdanění (NOPAT). Dále je nutné zjistit průměrné náklady na kapitál (WACC). Dojde také ke stanovení vnitřní hodnoty akcie k 31. prosinci 2016 na základě odhadu finanční výkonnosti v letech 2017 až 2020 pomocí diskontovaného cash flow.

Poslední část je zaměřena na porovnání Skupiny ČEZ s dvojicí konkurenčních podniků v energetice, které byly pečlivě a uvážlivě vybrány na základě stanovených kritérií.

5.1 Představení Skupiny ČEZ

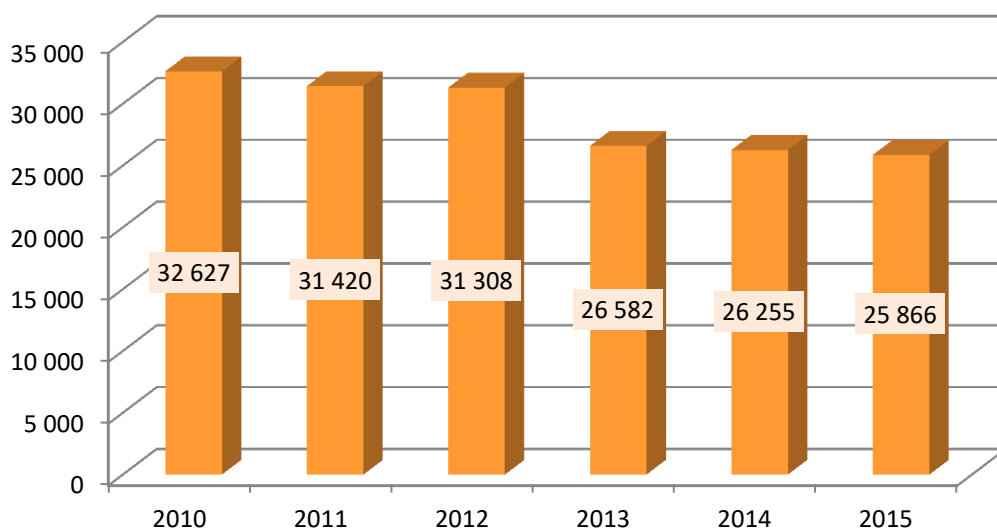
Skupina ČEZ je polostátní energetické uskupení se sídlem v České republice. Největším mateřským podnikem Skupiny ČEZ je česká ČEZ, a.s., která pod sebou sdružuje desítky dalších společností. Skupina vznikla v roce 2003, kdy došlo ke spojení energetického podniku ČEZ s distribučními podniky. Nejvýznamnějším akcionářem je se svým 70% podílem Česká republika. Zbýlých 30 % je volně obchodováno na Burze cenných papírů Praha a Burze cenných papírů Varšava. Skupina ČEZ je díky své velikosti a neotřesitelné pozici v energetickém odvětví zařazena do burzovních indexů, pražského PX (19% podíl) a varšavského WIG-CEE.

Předmětem podnikání je výroba, distribuce, obchod a prodej elektřiny a tepla. Dále se zabývá prodejem zemního plynu a těžbou uhlí, převážně hnědého v oblasti severních Čech. Pro výrobu elektřiny se využívají konvenční a nekonvenční zdroje. Mezi konvenční (či neobnovitelné) lze řadit jaderné a uhelné elektrárny. Nekonvenční zdroje představují veškeré obnovitelné zdroje (vodní, větrné, fotovoltaické elektrárny). V současné době je patrný trend podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů, zejména z důvodu nízké ekologické zátěže. Páteří energetiky ovšem zůstávají nekonvenční zdroje, které jsou na rozdíl od obnovitelných zdrojů schopny nepřetržité výroby elektřiny s neúměrně nižšími variabilními náklady.



Obrázek 4: Přehled působnosti Skupiny ČEZ
Zdroj: Výroční zpráva ČEZ, 2015

Skupina ČEZ je nadnárodní společnost, která se řadí mezi 10 největších energetických seskupení v Evropě. Kromě České republiky působí také od roku 2005 na zahraničních trzích v Polsku, Slovensku, Maďarsku, Rumunsku, Bulharsku a Turecku. Na obrázku 4 je patrné, že kromě Maďarska zajišťuje Skupina ČEZ, kromě prodeje a distribuce, také výrobu elektřiny v daných státech.



Obrázek 5: Vývoj počtu zaměstnanců Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

V současné době je Skupina ČEZ třetím největším zaměstnavatelem v ČR. Zaměstnává necelých 26 tisíc zaměstnanců. Na obrázku 5 je patrný sestupný trend tohoto vývoje. K největšímu snížení stavu došlo v lednu roku 2013 (-15%), kdy se rozhodlo vedení podniku vyškrtnout svá albánská aktiva (distribuční podnik CEZ Shpërndarje) z konsolidačního celku, které Skupina ČEZ od roku 2009 spoluvlastnila (76% podíl) s albánským státem (zbylých 24 %). Již od začátku vstupu podniku do Albánie docházelo k porušování dohod ze strany Albánie. Nejvíce však albánská aktiva Skupiny ČEZ poškodilo nařízení vzniklé v roce 2011, kdy se na následující roky 2012-2014 zvýšily regulované ceny výkupu elektřiny pro distribuční podnik Skupiny ČEZ o 91%. Vlivem zhoršující se finanční situace nemohl podnik nadále plnit licenční podmínky v Albánii a v lednu 2013 došlo k odejmutí licence opravňující distribuovat a prodávat elektřinu tarifním zákazníkům. Skupina ČEZ přišla také o rozhodovací práva ve vlastním podniku. Skupina ČEZ vedla proti Albánii arbitrážní řízení z důvodu neochránění investice. V roce 2014 došlo k uzavření dohody o narovnání, která spočívá v každoroční platbě 600 milionů Kč ze strany Albánie do Skupiny ČEZ až do roku 2018.

5.2 Mantinely podnikání v energetickém odvětví

Energetické odvětví je jeden z nejvíce strategických odvětví pro jakýkoliv stát v Evropě. Podnikům, které se podílejí na výrobě, dodávce a prodeji elektrické energie je nutné vymezit určité bariéry pro podnikání. Z hlediska cenové regulace jsou přibližně každých 5 let stanoveny Energetickým regulačním úřadem (ERÚ) zásady cenové regulace pro následující období. Od 1. ledna 2016 začaly platit zásady pro IV. regulační období¹⁵. Obsahem jsou metody stanovení maximálního povoleného výnosu pro podniky, metodologie výpočtu daných ukazatelů a další. Tyto zásady jsou závazné pro podniky v odvětví elektroenergetiky, plynárenství a pro operátory v těchto odvětvích.

Dalším mantinelem pro Skupinu ČEZ představuje Národní akční plán rozvoje jaderné energetiky v České republice¹⁶. Tento plán vytváří Ministerstvo průmyslu a obchodu ve spolupráci s Ministerstvem financí. Plán schvaluje Vláda ČR, a zaměřuje se na strategické směřování jaderné energetiky v ČR. Poslední Národní akční plán byl schválen dne 3. června 2015 a zabývá se zejména zvyšováním výroby elektřiny z jádra. V plánu

se objevila i zmínka o možné dostavbě 3. a 4. bloku JE Temelín. TENDR, který byl vyhlášen za účelem dostavby těchto bloků, byl z důvodu nízké velkoobchodní ceny elektřiny a nejistotě na trzích v roce 2015 zrušen.

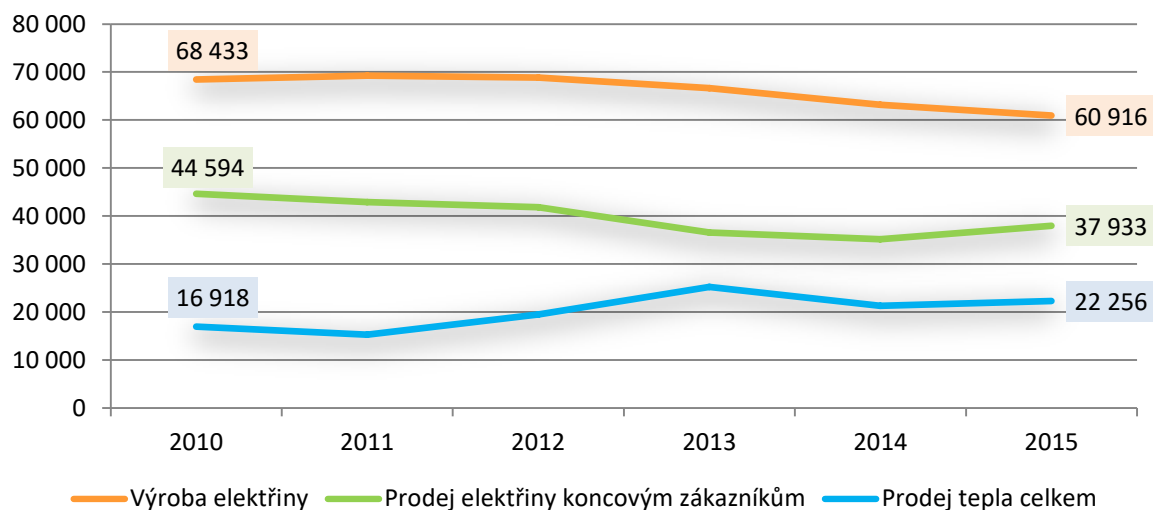
5.3 Výroba a prodej elektřiny a tepla

Před samotnými analýzami je nutné vysvětlit, z čeho jsou tržby tohoto podniku tvořeny. Nutné je pochopit také důvody vývoje tržeb a jaké nástroje podnik použil proti poklesu tržeb. Skupina ČEZ vyprodukovala v roce 2015 celkem 60 916 GWh elektřiny (obrázek 6), což představuje oproti roku 2010 snížení o 11 % (tabulka 5). V České republice se vyrobí 90 % celkově vyrobené elektřiny. Tento negativní vývoj byl způsoben zejména očekávaným snižováním výroby z uhelných elektráren a neplánovanými odstávkami jaderných elektráren. I přes tento negativní trend jsou v posledních letech patrné rostoucí

¹⁵ Dokument se zásadami cenotvorby je dostupný na stránkách Energetického regulačního úřadu (www.eru.cz)

¹⁶ Dokument Národního akčního plánu rozvoje jaderné energetiky v České republice je dostupný na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (www.mpo.cz)

dodávky elektřiny koncovým zákazníkům, a to z důvodu snižování ztrát v sítích (elektrickém vedení a rozvodnách).



Obrázek 6: Přehled vyrobené a prodané elektřiny a tepla v letech 2010-2015 [v GWh]

Zdroj: Vlastní zpracování

Na obrázku 6 lze pozorovat velice zajímavý rostoucí trend prodeje tepla, který byl v roce 2015 o 31 % vyšší než v roce 2010. Díky tomu je Skupina ČEZ schopna udržovat stabilní zisky i v době nízkých velkoobchodních cen elektřiny, které jsou analyzovány dále v této práci.

Tabulka 5: Prodej elektřiny a tepla dle regionu v letech 2010-2015

[v GWh]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prodej elektřiny dle regionu							
Česká republika		25 145	21 969	21 346	20 736	19 527	19 833
Polsko		660	95	217	381	402	1 612
Bulharsko		8 795	10 023	10 098	9 783	9 366	9 685
Rumunsko		3 219	3 295	3 711	3 366	3 165	3 470
Albánie		4 606	5 032	3 771	0	0	0
Ostatní země		2 169	2 432	2 724	2 327	2 678	3 332
Prodej elektřiny celkem		44 594	42 846	41 867	36 593	35 138	37 932
[v TJ]							
Prodej tepla dle regionu							
Česká republika		11 153	10 422	14 404	20 119	16 729	17 260
Polsko		5 759	4 822	5 058	5 056	4 545	4 996
Ostatní země		6	5	5	1	2	0
Prodej tepla celkem		16 918	15 249	19 467	25 176	21 276	22 256

Zdroj: Vlastní zpracování

Dle tabulky 5 je patrné, že největší prodeje elektřiny i tepla jsou v České republice. Nižší tržby z negativního trendu prodeje elektřiny se Skupině ČEZ daří dorovnávat zvyšujícím

se prodejem tepla (viz tabulka 6). Prodej tepla i elektřiny je ve velké míře ovlivněn venkovní teplotou především v zimě. Negativně se na prodeji elektřiny podílela i situace v Albánii, kde došlo k definitivnímu odchodu Skupiny ČEZ z trhu po odebrání licence na prodej elektřiny. Největších tržeb dosahuje Skupina ČEZ právě v České republice.

Tabulka 6: Procentuální vývoj výroby a prodeje elektřiny a tepla v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výroba elektřiny		100,00%	101,13%	100,58%	97,36%	92,24%	89,02%
Prodej elektřiny koncovým zákazníkům		100,00%	96,08%	93,80%	81,87%	78,80%	85,06%
Prodej tepla celkem		100,00%	90,13%	115,07%	148,81%	125,76%	131,55%

Zdroj: Vlastní zpracování

Skupina ČEZ v současné době vyrábí elektřinu a teplo ve 14 uhelných elektrárnách (z toho 11 v ČR, 2 v Polsku a 1 v Bulharsku), ve 2 jaderných elektrárnách (JE Temelín a Dukovany), ve 41 vodních a přečerpávacích elektrárnách (z toho 31 v ČR, 7 v Turecku, 2 v Polsku a 1 v Rumunsku), ve 3 větrných elektrárnách a parcích (z toho 2 v ČR, 1 v Rumunsku), ve 12 fotovoltaických elektrárnách (z toho 11 v ČR, 1 v Bulharsku). V některých uhelných elektrárnách se vybudovaly biomasové kotle, ve kterých se získává energie ze spalování dřevního paliva, slámy, jiné zemědělské zbytky a exkrementy zvířat.

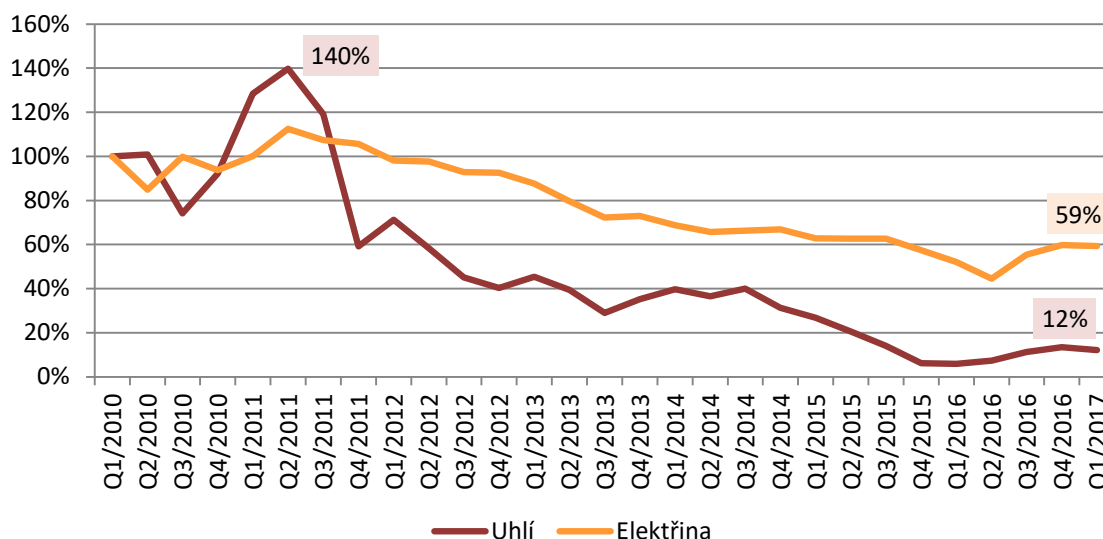
Tabulka 7: Podíl vyrobené elektřiny Skupiny ČEZ dle zdroje v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Jádro		40,9%	40,9%	44,1%	46,1%	48,0%	44,1%
Uhlí		54,5%	54,2%	49,9%	46,2%	45,2%	47,8%
Voda		3,4%	2,7%	3,1%	4,0%	3,4%	3,6%
Vítr		0,4%	0,9%	1,4%	1,9%	1,9%	2,1%
Ostatní		0,7%	1,3%	1,6%	1,7%	1,5%	2,4%
Celkem		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Zdroj: Vlastní zpracování

Ve výrobě elektřiny je patrný trend snižování podílu výroby z uhelných elektráren (viz tabulka 7). Zatímco dochází k většímu využívání jaderných elektráren, kdy se podíl takto vyrobené elektřiny zvýšil v roce 2015 o 3,2 % oproti roku 2010, v uhelných elektrárnách došlo ve stejném období ke snížení podílu o 6,7 %. Tento trend je způsoben nižší efektivitou získávání elektřiny a vyššími jednotkovými náklady na vyrobenou GWh než v jaderných elektrárnách. Důležitým aspektem snižování podílu je i snižující se cena uhlí na trzích. To napomáhá i snižování cen velkoobchodní elektřiny, jejichž cena je pro podnik důležitým faktorem při tvorbě zisku. Z tabulky 7 je navíc patrný pozvolný růst výroby z obnovitelných zdrojů, zejména z vody (růst o 3,3 % ročně), větru (růst o 1,4 %

ročně) a ostatních zdrojů (růst o 1,5 % ročně). Absolutní data o výrobě elektřiny dle zdroje jsou k nahlédnutí v příloze B.



Obrázek 7: Vývoj cen elektřiny a uhlí [v %]

Zdroj: Vlastní zpracování

Na obrázku 7 je patrná korelace mezi cenami uhlí a elektřiny. Dalším kritickým faktem je neustálé snižování ceny velkoobchodní elektřiny obchodované na PXE¹⁷ burze ve střední Evropě a jiných evropských burzách, na které Skupina ČEZ prodává většinu vyrobené elektřiny. Velkoobchodní cena elektřiny je deformována prudkým nástupem výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů, jejichž výstavba je dotovaná z různých dotačních a rámcových programů státu či EU (Rámcový program Horizont 2020, Operační program Podnikání a Inovace pro konkurenceschopnost). Na takto vyrobenou elektřinu je státem poskytován garantovaný odkup (neobchoduje se na energetických burzách), který mnohonásobně převyšuje velkoobchodní cenu elektřiny. Masivní podpora obnovitelných zdrojů byla zapříčiněna nízkým zájmem, zejména z důvodu vysokých pořizovacích nákladů a nízké rentability investice (ROI). V počátcích byla investice do obnovitelných zdrojů nerentabilní, doba návratnosti z investice byla delší, než životnost takového typu zdroje. V dnešní době lze s využitím dotací dobu návratnosti snížit pod 10 let s životností obnovitelného zdroje od 30 do 50 let (životnost podobná konvenčnímu zdroji).

¹⁷ PXE neboli Power Exchange Central Europe je střeoevropská burza, která se zabývá obchodováním s elektrickou energií s místem dodání v ČR, Slovensku, Maďarsku, Polsku a Rumunsku.

Oproti roku 2010 se cena uhlí snížila do prvního čtvrtletí 2017 o neuvěřitelných 88 %. Tento negativní trend byl zaznamenán i v případě vývoje tržní ceny velkoobchodní elektřiny, která se za stejné období snížila 41 %. Důvody snižování cen uhlí byly zvyšující se celosvětová těžba a postupná substituce výroby elektřiny z uhelných elektráren za výrobu z obnovitelných zdrojů. Tento pokles velmi ovlivnil rozhodování o alokacích finančních prostředků do uhelných elektráren. Při současných cenách elektřiny a nejistotě na trzích by bylo velice nezodpovědné vyhlásit tendr na výstavbu jaderné či uhelné elektrárny, jejichž cena se pohybuje v řádech stovek miliard korun. Praktickým příkladem je zrušení tendru na dostavbu dvou reaktorů v JE Temelín v celkové hodnotě 300 mld. Kč.

5.4 Analýza účetních výkazů

Tato část je zaměřena na podrobnou analýzu rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. Nejprve je u každého výkazu provedena horizontální analýza, a poté analýza vertikální.

5.4.1 Analýza rozvahy

Tato část je zaměřena na nejprve na horizontální, a poté na vertikální analýzu rozvahy.

Horizontální analýza

Horizontální analýza Skupiny ČEZ indikuje, že v podniku nedocházelo k razantním změnám strategie, které by zapříčinily radikální změnu složek aktiv. Do roku 2015 došlo k celkové změně aktiv oproti roku 2010 o necelých 11 %. Největší vliv na to měl nárůst dlouhodobého hmotného majetku o 12,6 % do roku 2015.

Tabulka 8: Přehled aktiv Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil. Kč]	Rok	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Dlouhodobý majetek		19 027	27 596	-8 965	11 584	-4 461
% změna		4,24%	5,91%	-1,81%	2,38%	-0,90%
Oběžná aktiva		34 899	10 173	13 289	-24 108	-20 723
% změna		36,31%	7,77%	9,41%	-15,61%	-15,90%
Aktiva celkem		53 926	37 769	4 324	-12 524	-25 184
% změna		9,91%	6,31%	0,68%	-1,96%	-4,01%

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě tabulky 8 je patrný relativně stabilní vývoj dlouhodobého majetku podniku. Největší změna se odehrála v roce 2012 (meziroční růst o 5,91 %), kdy došlo k aktivaci

kompletně obnovené Elektrárny Tušimice II a části větrného parku Fantanele a Cogealac v Rumunsku. V roce 2013 došlo k největšímu snížení majetku podniku, vlivem úplného vyřazení aktiv v Albánii o přibližně 2,75 mld. Kč. Celkově došlo ve sledovaném období k nárůstu dlouhodobého majetku o 10 %.

Výše oběžných aktiv se měnila převážně v závislosti na pohledávkách. Největší skok vzhůru představoval rok 2011, kdy došlo ke zvýšení množství pohledávek o přibližně 15 mld. Kč. Naopak k největšímu poklesu pohledávek došlo v roce 2014, a to o 17 mld. Kč (viz příloha B). Ve sledovaném období narostl oběžný majetek o 14 %.

Tabulka 9: Přehled pasiv Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil. Kč]	Rok	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Vlastní kapitál		5 138	22 029	8 547	3 085	6 304
% změna		2,26%	9,49%	3,36%	1,17%	2,37%
Dlouhodobé závazky		24 448	22 208	-4 844	-5 875	-15 357
% změna		11,31%	9,23%	-1,84%	-2,28%	-6,09%
Krátkodobé závazky		24 340	-6 468	621	-9 734	-16 131
% změna		24,08%	-5,16%	0,52%	-8,14%	-14,69%
Pasiva celkem		53 926	37 769	4 324	-12 524	-25 184
% změna		9,91%	6,31%	0,68%	-1,96%	-4,01%

Zdroj: Vlastní zpracování

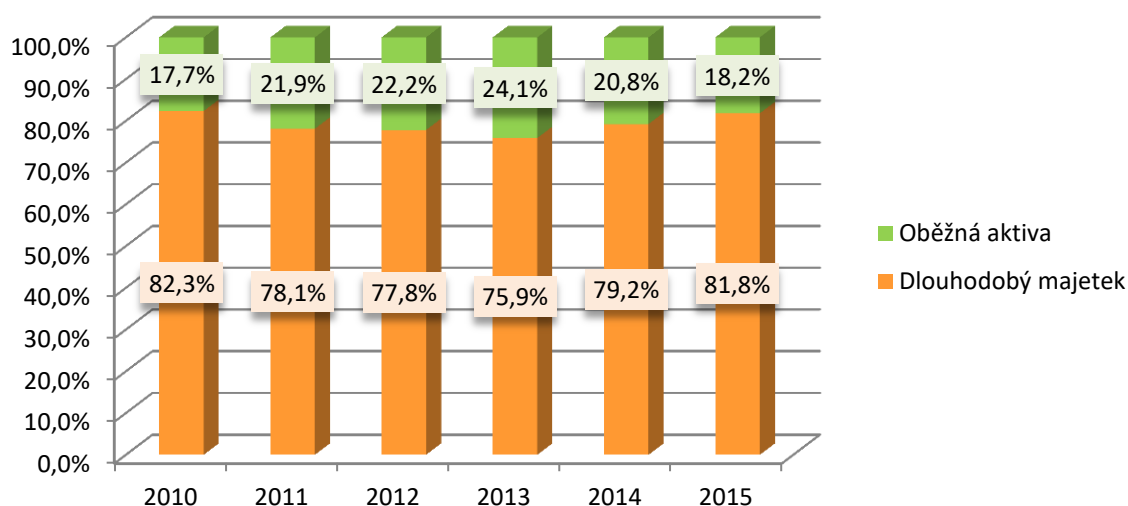
Na straně pasiv lze pozorovat pozitivní trend struktury zdrojů kapitálu v podniku. Do roku 2015 se podařilo Skupině ČEZ snížit své krátkodobé úvěry o téměř 98 %. V roce 2011 došlo k největšímu meziročnímu nárůstu krátkodobých závazků o 24 %, a to vlivem zvýšení obchodních a jiných závazků o 19 mld. Kč (viz tabulka 9).

V roce 2011 a 2012 realizoval podnik mnoho investičních projektů (akvizice rumunské společnosti TMK Hydroenergy vlastníci vodní elektrárny, získání 67% podílu v polské společnosti Eco-Wind – developer větrných elektráren), které byly pokryty převážně z vydaných euroobligací. Dohromady si tak za dva po sobě jdoucí roky zajistil kapitál ve výši přes 46 mld. Kč s průměrným úrokem okolo 4 % a se splatností od 2016 do 2047 (viz příloha E). Zajímavá se zdá i emise konvertibilních dluhopisů s 0% úrokem v hodnotě 470 mil. Eur (12,7 mld. Kč) směnitelné za akcie společnosti MOL se splatností v roce 2017. Skupině ČEZ se tak v posledních letech daří velice zdárně hradit své závazky a snižovat stupeň zadlužení. Zatímco v roce 2012 činil čistý dluh přes 192 mld. Kč, v roce 2015 se snížil pod 158 mld. Kč (pokles o 17,8 % oproti roku 2012). Takové počínání zajistilo dobrou finanční stabilitu pro věřitele a efektivnější využívání finanční páky.

Skupina ČEZ se v položce nerozděleného zisku chová jako správný hospodář, když se daří i přes pravidelnou výplatu dividend udržovat slušný růst v této položce. Ve sledovaném období došlo k nárůstu o téměř 25 %, průměrně přes 4 % ročně. Položka rezervy, která je tvořená za účelem sanace, rekultivace a důlních škod, povyroستla v letech 2010-2015 o téměř 65 %, tj. 10,8 % ročně (viz příloha B).

Vertikální analýza

Z hlediska struktury je zřejmé, že se jedná o podnik působící v energetickém odvětví s vlastní výrobou. Struktura aktiv zůstává po celé sledované období téměř stabilní. Největší snížení dlouhodobých aktiv (-2,1 %) způsobil prodej uhelné Elektrárny Chvaletice za 4 mld. Kč.



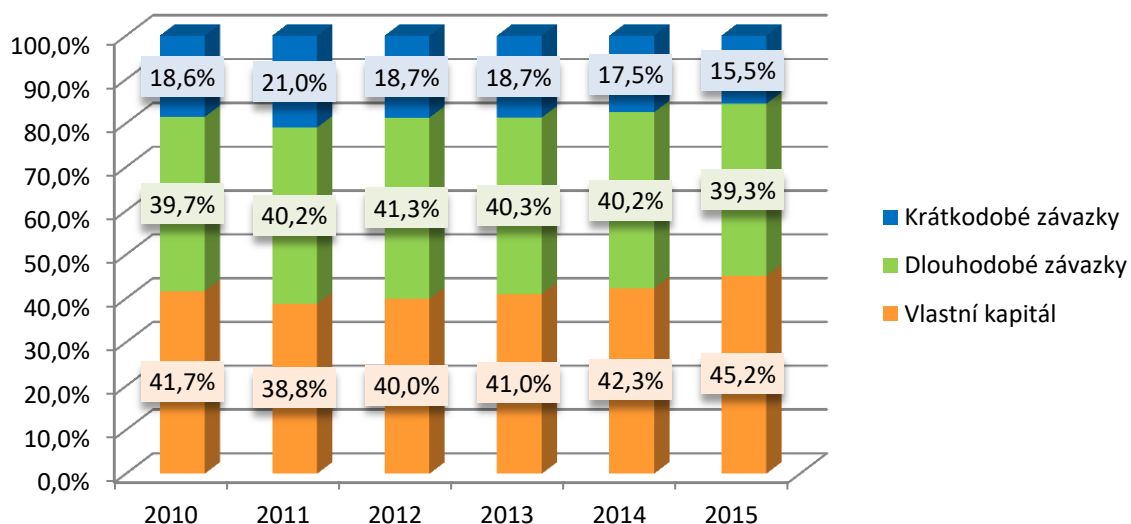
Obrázek 8: Podíl dlouhodobého a oběžného majetku Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

Z obrázku 8 je patrné, že podíl množství oběžných aktiv na celkových aktivech byl nejvýraznější v roce 2013 (24,1 %). Důvodem bylo meziroční navýšení pohledávek o 1,9 % z prodeje dlouhodobého majetku (viz příloha B).

Nejzajímavější částí této analýzy je struktura pasiv. Skupina ČEZ se může pyšnit jedním z nejnižších stupňů zadlužení ve velice problematickém energetickém odvětví. Z obrázku 9 je patrný vysoký podíl vlastního kapitálu (přibližně 40 %) v podniku s konstantním vývojem. Pouze v roce 2015 došlo ke zvýšení vlastního kapitálu o 2,9 % vlivem zvýšení

nerozdělených zisků o 2,5 % oproti předchozímu roku. Nevýhodou zvyšování vlastního kapitálu je zvyšování nákladů na kapitál (WACC) z důvodu vyšší požadované výnosnosti vloženého kapitálu ze strany akcionářů.



Obrázek 9: Podíl závazků a vlastního kapitálu Skupiny ČEZ v letech 2010-2015
Zdroj: Vlastní zpracování

Z hlediska krátkodobých závazků došlo do roku 2015 ke snížení o 5,5 % (oproti roku 2011). Největší vliv na tento trend mělo snížení krátkodobých úvěrů o 98 %. Hospodaření Skupiny ČEZ se dá vyznačovat pouze vyšším podílem vlastního kapitálu částečně na úkor dlouhodobých závazků (zejména euroobligací), které lze v současné době považovat za nejlevnější zdroj kapitálu.

5.4.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Následující část se zaměřuje na horizontální a vertikální analýzu výkazu zisku a ztráty.

Horizontální analýza

Skupině ČEZ se dařilo ve sledovaném období udržet provozní výnosy na stabilní úrovni s drobným 8,6% růstem ve sledovaném období. Podnik se musel ve sledovaném období vypořádávat se snižujícími tržbami z prodeje elektřiny vlivem nízkých realizačních cen elektrické energie na energetických burzách. Největší ztrátu Skupina ČEZ zaznamenala v roce 2014, kdy došlo k meziročnímu poklesu provozních výnosů o 13,6 mld. Kč

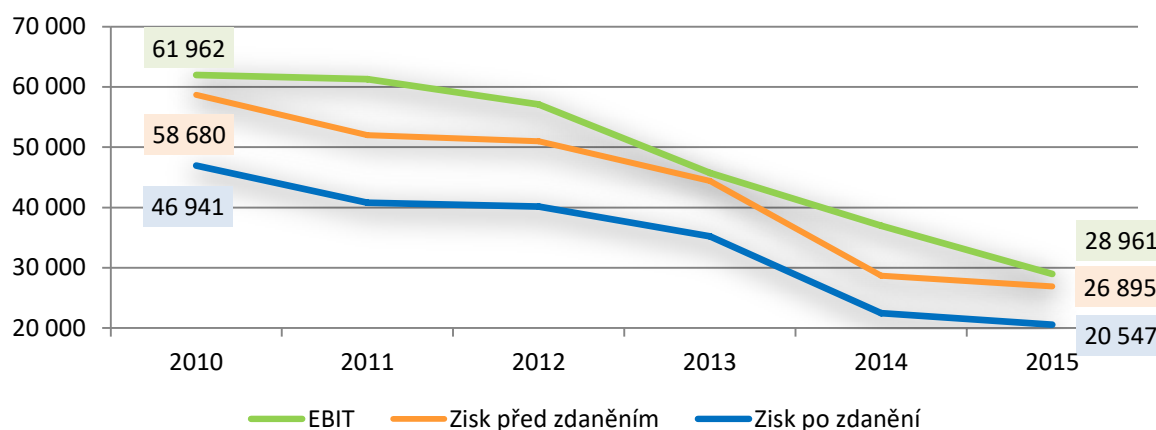
(-6,3 %). Důvodem bylo vyšší množství neplánovaných odstávek v jaderných elektrárnách v roce 2014, a zároveň nižší výroba elektřiny z uhelných elektráren o 2,3 TWh (viz příloha H) vlivem prodeje elektrárny Chvaletice v roce 2013. Z tabulky 9 je patrný pokles meziročních tržeb z prodeje plynu, uhlí, a tepla v roce 2014 o 17 %. Hlavním důvodem byla nadprůměrně teplá zima.

Tabulka 10: Výkaz zisku a ztráty Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil. Kč]	Rok	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Tržby z prodeje elektřiny a souvisejících služeb		6 516	5 004	2 559	-15 537	8 286
% změna		3,72%	2,75%	1,37%	-8,21%	4,77%
Tržby z prodeje plynu, uhlí a tepla a ostatní tržby		3 946	1 585	2 343	-4 427	2 943
% změna		21,71%	7,16%	9,88%	-16,99%	13,61%
Ostatní provozní výnosy		0	0	0	6 306	-2 813
% změna		0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	-44,60%
Provozní výnosy celkem		10 462	6 589	4 902	-13 658	8 416
% změna		5,41%	3,23%	2,33%	-6,34%	4,17%
Provozní náklady celkem		12 076	8 246	10 277	-2 350	9 599
% změna		8,50%	7,54%	10,62%	-2,90%	9,95%
EBIT		-712	-4 167	-11 393	-8 744	-7 985
% změna		-1,15%	-6,80%	-19,96%	-19,14%	-21,61%
Ostatní náklady a výnosy		-6 016	3 172	4 842	-7 006	6 224
% změna		-183,30%	34,11%	79,04%	-545,64%	75,08%
Zisk před zdaněním		-6 728	-995	-6 551	-15 750	-1 761
% změna		-11,47%	-1,92%	-12,86%	-35,47%	-6,15%
Daň z příjmu		-540	-395	-1 605	-2 975	124
% změna		-4,60%	-3,53%	-14,86%	-32,34%	1,99%
Zisk po zdanění		-6 188	-600	-4 946	-12 775	-1 885
% změna		-13,18%	-1,47%	-12,32%	-36,29%	-8,40%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 10 je patrný negativní trend ve vývoji zisku před zdaněním a úroky (EBIT), kdy ve sledovaném období klesl o 53 %. Nejvíce však v roce 2013 (meziroční pokles o 20 %) a 2015 (meziroční pokles o 21,6 %). Důvodem poklesu lze najít ve vyšších provozních nákladech, meziročně o 10,62 % v roce 2013, respektive 9,95 % v roce 2015. Zisk před zdaněním klesl meziročně nejvíce v roce 2014 o -35,47 % vlivem prodeje Elektrárny Chvaletice v roce 2013 (-3 mld. Kč), vyřazením společnosti CEZ Shpërndarje z konsolidačního celku (-1,8 mld. Kč) a přeceněním akcií MOL (-1,8 mld. Kč).

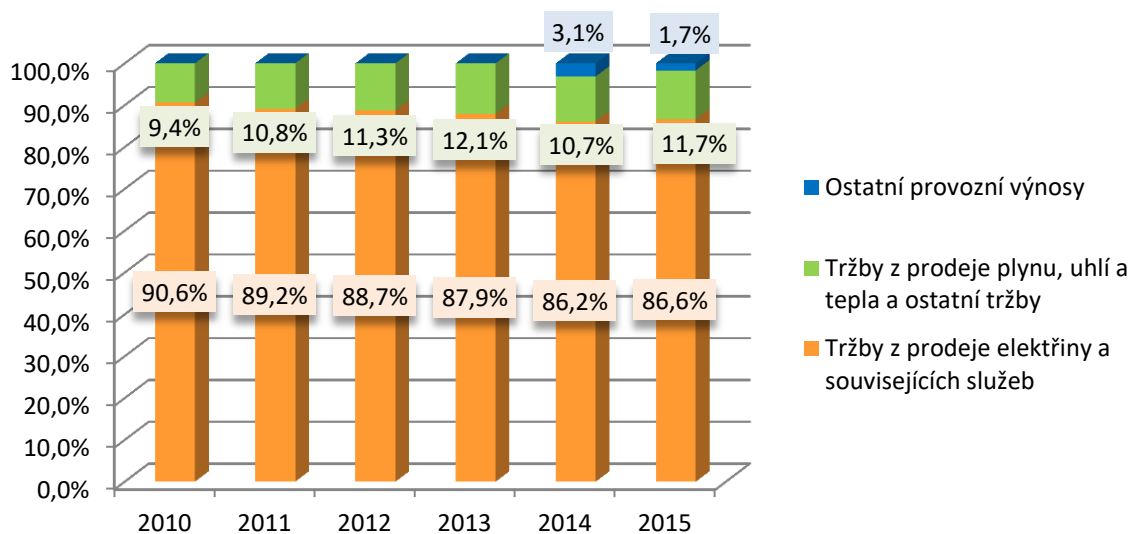


Obrázek 10: Vývoj ziskových ukazatelů Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč]
Zdroj: Vlastní zpracování

Nejmenší rozdíl mezi ukazatelem EBIT a ziskem před zdaněním je patrný v roce 2013 (rozdíl -1,3 mld. Kč) vlivem prodeje Elektrárny Chvaletice, jehož zisk kompletně pokryl nákladové úroky z dluhů. Z obrázku 10 je zřejmý klesající trend zisku po zdanění, který vlivem nižšího EBIT klesl ve sledovaném období o 56 %.

Vertikální analýza

Při pohledu na strukturu tržeb ve sledovaném období (obrázek 11) je, i přes rostoucí provozní výnosy (+8,6 % do roku 2015), patrný klesající trend tržeb z prodeje elektřiny (-4 % do roku 2015). Tento trend byl způsoben neplánovanými odstávkami v jaderných elektrárnách, zejména však v roce 2015, kdy došlo k odstávce JE Dukovany (vliv na tržby -1 mld. Kč) z důvodu nekompletní dokumentace svárů. V roce 2015 se díky poklesu výroby elektřiny v jaderných elektrárnách vyrobilo nejméně elektřiny ve sledovaném období (viz příloha H).



Obrázek 11: Struktura provozních výnosů Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

5.4.3 Analýza výkazu cash flow

Výkaz cash flow udává přehled o realizovaných příjmech a výdajích v podniku. V rámci analýzy Skupina ČEZ sleduje peněžní prostředky vytvořené provozní činností, čistý peněžní tok z provozní, investiční a finanční činnosti (viz tabulka 11).

Tabulka 11: Cash flow Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil. Kč]	Rok	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Zisk před zdaněním		-6 728	-995	-6 551	-15 750	-1 761
% změna		-11,47%	-1,92%	-12,86%	-35,47%	-6,15%
Peněžní prostředky vytvořené provozní činností		-16 692	4 554	5 902	-3 273	-1 921
% změna		-18,53%	6,21%	7,57%	-3,90%	-2,38%
Čistý peněžní tok z provozní činnosti		-15 392	2 839	7 590	-1 527	1 904
% změna		-19,95%	4,60%	11,75%	-2,11%	2,69%
Čistý peněžní tok z investiční činnosti		12 708	-259	13 303	5 185	3 077
% změna		19,38%	-0,49%	25,04%	13,02%	8,88%
Čistý peněžní tok z finanční činnosti		7 173	-7 376	-9 946	-15 152	-6 481
% změna		46,00%	-87,61%	-62,97%	-58,86%	-15,85%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z hlediska provozní činnosti došlo ve sledovaném období k poklesu o 12,7 % zejména vlivem snižujícího se zisku před zdaněním (-54 %). Naopak zvyšující trend je patrný v peněžních tocích u opravných položek a přecenění majetku následkem zvýšení goodwillu. Patrný je také nižší peněžní tok do investic, který je dán defenzivní strategií Skupiny ČEZ v náročných obdobích nízkých cen elektřiny. Čistý peněžní tok z finanční

činnosti naopak klesá vlivem stále většího rozdílu mezi čerpáním a splátkami úvěrů a půjček (viz příloha D).

5.5 Analýza rozdílových ukazatelů

V této části dochází k analýze čistého pracovního kapitálu (ČPK) a čistých peněžních prostředků (ČPP). V těchto analýzách dochází k přímému porovnání velikosti oběžných aktiv a krátkodobých závazků ve sledovaném období. Důležité je sledovat i vývoj trendu, který dovede hodně napovědět o budoucím vývoji těchto ukazatelů.

5.5.1 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál je ve Skupině ČEZ, z důvodu využití malého množství krátkodobých cizích úvěrů, kladná. Výjimkou je pouze rok 2010, kdy podnik současně účtoval nejméně pohledávek a nejvíce krátkodobých úvěrů ve sledovaných obdobích (viz příloha B).

Tabulka 12: Vývoj ČPK Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil. Kč]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Oběžná aktiva		96 101	131 000	141 173	154 462	130 354	109 631
Krátkodobé závazky		101 071	125 411	118 943	119 564	109 830	93 699
ČPK		-4 970	5 589	22 230	34 898	20 524	15 932

Zdroj: Vlastní zpracování

Z hlediska trendové analýzy došlo ve sledovaném období ke zvýšení oběžných aktiv o 14 % a snížení krátkodobých závazků o 7,3 %. To bylo dáno také výší disponibilních peněžních prostředků, a nebylo proto vždy nutné čerpání krátkodobých úvěrů při financování krátkodobých aktivit. Nejvyšší ČPK měl podnik v roce 2013 vlivem zvýšení peněžních prostředků (meziročně o 39 %) a pohledávek (meziročně o 23 %). Vývoj ČPK lze hodnotit pozitivně, neboť v nejbližší době nedojde k větším splátkám závazků, zejména euroobligací či dluhopisů (viz tabulka 12).

5.5.2 Čisté peněžní prostředky

Čisté peněžní prostředky jsou počítány na základě součtu vysoce likvidních finančních aktiv (majetkové cenné papíry, termínované vklady) a peněžních prostředků a jejich

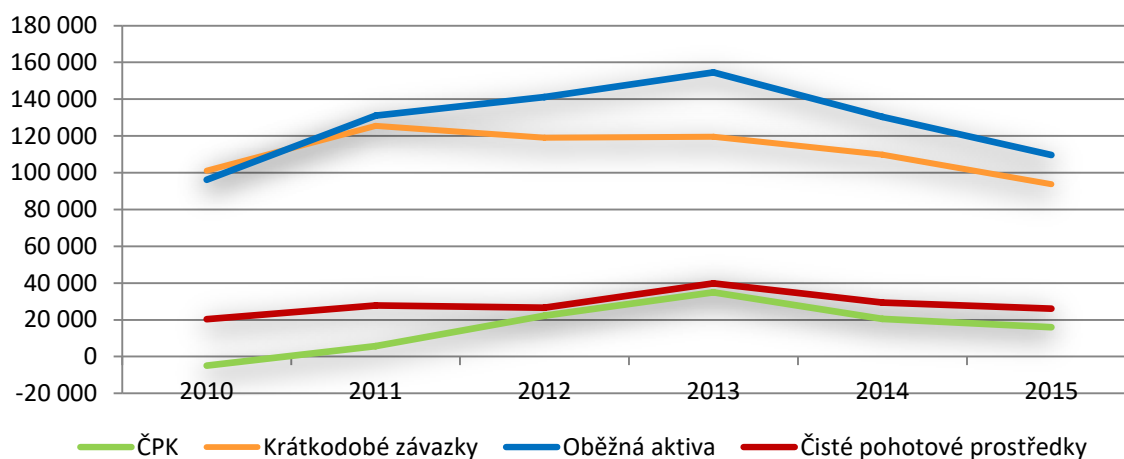
ekvivalentů. Do výpočtu je nutné zohlednit i tu část dlouhodobých dluhů, které je splatné během jednoho roku.

Tabulka 13: Vývoj ČPP Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil. Kč]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty		22 163	22 062	17 957	25 003	20 095	13 482
Vysoce likvidní finanční aktiva		7 743	11 190	13 344	17 538	16 794	12 789
Pohotové peněžní prostředky		29 906	33 252	31 301	42 541	36 889	26 271
Krátkodobé úvěry		9 618	5 500	4 784	2 716	7 608	223
Část dlouhodobých dluhů splatná během jednoho roku		14 786	19 264	12 005	28 104	15 674	11 696
Čisté peněžní prostředky		5 502	8 488	14 512	11 721	13 607	14 352

Zdroj: Vlastní zpracování

V rámci sledovaného období vykazuje podnik kladné zůstatky čistých peněžních prostředků. Na základě analýzy trendu je patrná snaha o zvyšování ČPP a to zejména při nečekaných situacích (např. oprava zařízení), které se mohou v podniku s vysokým množstvím elektráren snadno objevit. Největší hodnota ČPP byla v roce 2012, a to díky nižším splátkám dlouhodobých úvěrů (obligací) splatných v daném roce (viz tabulka 13). Obecně se dá říci, že Skupina ČEZ drží velké množství peněžních prostředků, které se nepodílí na tvorbě zisku. Toto tvrzení dále podpoří ukazatele rentability.



Obrázek 12: Vývoj ČPK a ČPP Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč]

Zdroj: Vlastní zpracování

Z obrázku 12 je zřejmé, že ke konci sledovaného období dochází k vyrovnávání oběžných aktiv a krátkodobých závazků (OA klesají rychleji). Díky tomu by mohlo dojít k přiblížení ČPK k záporným hodnotám a rapidnímu snížení ČPP.

5.6 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů patří mezi základní „stavební prvek“ všech analýz. V této části jsou nejprve analyzovány rentability aktiv, vlastního kapitálu, tržeb a investovaného kapitálu. Poté se práce zaměřuje na ukazatele zadluženosti, které poukazují na finanční stabilitu podniku. Následují ukazatele likvidity a aktivity.

5.6.1 Analýza rentability

V následující části jsou analyzovány rentability aktiv, vlastního kapitálu, tržeb a investovaného kapitálu. Ukazatel ROA je počítán na základě průměrných celkových aktiv v daném roce. Pro výpočet ukazatele ROE je nejprve nutné zjistit průměrný vlastní kapitál v roce. Úplatný kapitál ve výpočtu ukazatele ROCE je obsažen vlastní kapitál, rezervy a dlouhodobé a krátkodobé úvěry (viz příloha B).

Tabulka 14: Vývoj rentability Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA		11,54%	10,72%	9,25%	7,16%	5,83%	4,71%
ROE		21,65%	17,75%	16,51%	13,62%	8,49%	7,64%
ROS		32,03%	30,04%	27,12%	21,21%	18,90%	14,01%
ROCE		13,79%	12,65%	10,95%	8,56%	6,88%	5,61%

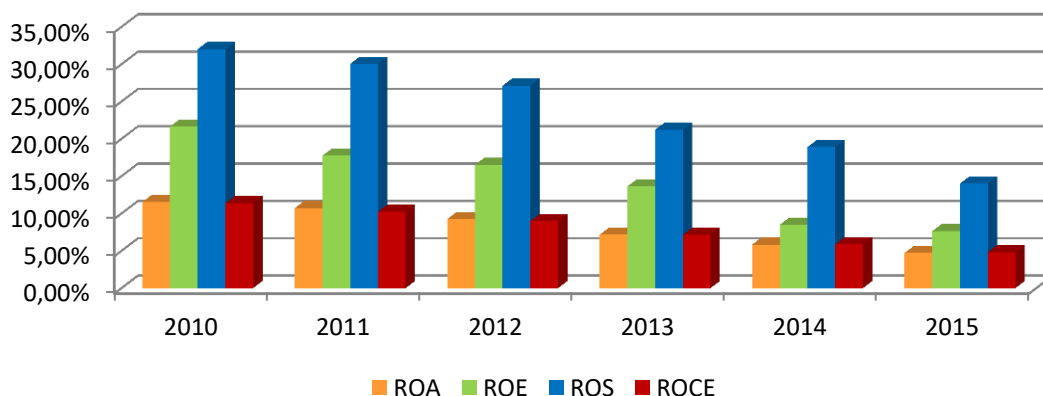
Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 14 lze vypočítat, že ukazatel ROA se ve sledovaném období vyvíjí negativně. V teoretické části byla zmíněna optimální velikost ukazatele ROA, který by měl dosahovat stabilně nad 8 %. Zatímco v roce 2010 byl ve velikosti přes 11 %, v roce 2015 činil pouze 4,71 %. Tento trend je dán zvyšujícím se podílem celkových aktiv a zároveň snižující se hodnotou ukazatele EBIT, který je v tomto případě silně ovlivněn vývojem ceny velkoobchodní elektřiny na burze. Velký vliv na EBIT měl také nadměrný nákup energie a služeb pro fungování podniku v roce 2015 (meziroční nárůst o 20 %). Negativní vývoj ukazatele ROA je velmi dynamický. Podnik by se měl více zaměřit na snížení provozních nákladů, které i přes snahu snižování (strategie podniku od roku 2014) spíše rostou. Oproti roku 2014 se provozní náklady v roce 2015 zvýšily o 10 %.

Ukazatel ROE se ve sledovaném období výrazně snížil z 21,65 % na pouhých 7,64 %. Z teoretické části je zřejmé, že minimální úrovně by měl tento ukazatel dosahovat 10 %. Nízká rentabilita je v podniku, který využívá velké množství vlastního kapitálu

samozřejmá. Ukazatel se často srovnává také s náklady na vlastní kapitál (požadovaná výnosnost akcionářům z investice). U tohoto podniku byla požadovaná výnosnost VK na úrovni 8,12 %. To znamená, že vlastní kapitál v podniku „stojí“ více, než kolik vydělá. To signalizuje možné budoucí problémy s uspokojováním akcionářů v budoucnu. Tato negativní situace v roce 2015 je zřetelnější v části zaměřené na analýzu podniku pomocí ukazatele EVA.

Dalším významným ukazatelem je ROCE, který je ve velké míře využíván k porovnávání podniků v západních zemích. Z teoretické části je zřejmé, že minimální přijatelná úroveň je 10 %. Přes tuto úroveň se Skupině ČEZ podařilo dosáhnout v roce 2012. Od toho roku ukazatel ROCE poklesl až na kritickou hranici okolo 5 %. Ukazatel je možné srovnávat s váženými průměrnými náklady na kapitál (WACC), které v tomto podniku dosahoval v roce 2015 hodnoty 5,35 %. Pokud by se ukazatel ROCE dostal pod úroveň WACC znamená to, že podnik snižuje hodnotu investovaného kapitálu pro akcionáře.



Obrázek 13: Porovnání rentability Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

Z obrázku 13 je patrný sestupný trend všech hodnot rentabilit. Zvýšení rentability v případě Skupiny ČEZ lze dosáhnout de facto dvěma možnostmi:

- snížením provozních nákladů či snížením investic
- prodejem nejméně výnosných aktiv (zejména některých ztrátových investic v zahraničí)
- snížením nákladu na kapitál využíváním více dlouhodobých cizích zdrojů

Při analýze Skupiny ČEZ je nutné si uvědomit, že se jedná o podnik se strategickým významem pro Českou republiku, neboť je nezastupitelným výrobcem a poskytovatelem elektřiny s velkým zázemím. Pokud by nestál za Skupinou ČEZ český stát (70% podíl), tak by pravděpodobně čelil existenčním problémům v budoucnu.

5.6.2 Analýza zadluženosti

Ukazatelé celkové zadluženosti podávají přehled o zejména budoucí stabilitě podniku vlivem míry zadluženosti a schopností hradit své závazky z provozního cash flow. Pro správné pochopení zadluženosti podniku je nutné využití minimálně těch ukazatelů, které jsou zobrazeny v tabulce 15.

Tabulka 15: Vývoj ukazatelů zadluženosti Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost		30,21%	31,66%	30,33%	31,08%	29,33%	26,13%
Vlastní kapitál [v mil. Kč]		227 052	232 190	254 219	262 766	265 851	272 155
Poměr krytí celkových aktiv vlastním kapitálem		41,71%	38,81%	39,97%	41,03%	42,34%	45,16%
Míra zadluženosti vlastního kapitálu		72,43%	81,59%	75,88%	75,74%	69,26%	57,87%
Doba splácení dluhů z provozního cash flow [v letech]		1,65	2,46	2,33	2,15	1,79	1,34
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem		50,65%	49,69%	51,37%	54,07%	53,44%	55,20%
Úrokové krytí		11,27	8,81	8,96	7,18	6,74	6,39

Zdroj: Vlastní zpracování

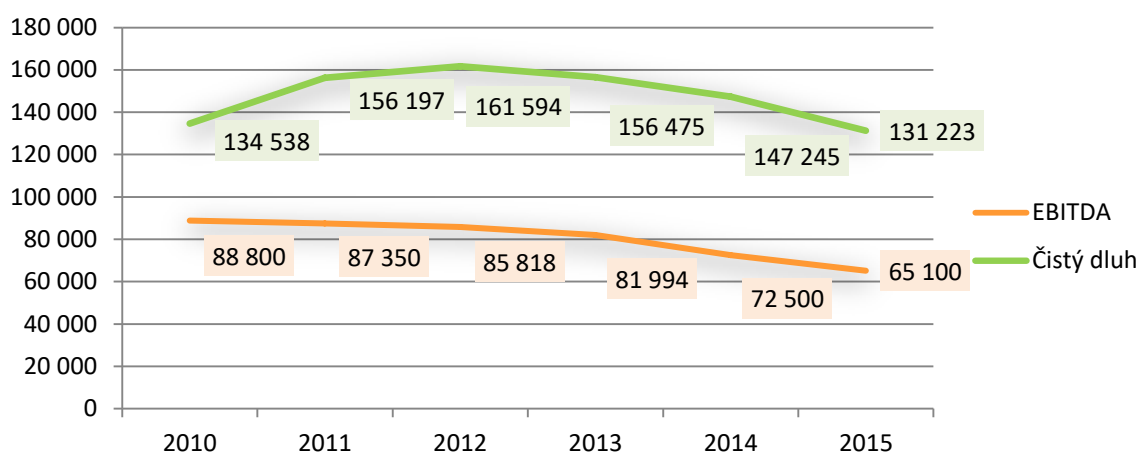
Skupina ČEZ v průběhu sledovaného období vykazovala velice nízkou úroveň zadluženosti okolo 30 %. V roce 2015 došlo dokonce ke snížení až na 26 %. Ve výpočtu celkové zadluženosti se objevil pouze cizí kapitál, který byl získán formou emise dluhopisů či úvěrů. Mezi takový cizí kapitál lze řadit dlouhodobé a krátkodobé dluhy splatné během jednoho roku a krátkodobé úvěry (viz příloha B). Optimální velikost zadlužení by měla být v rozmezí 30-60 %. V tomto ohledu je Skupina ČEZ málo zadlužená. Výhodou takového stavu je finanční stabilita podniku, nicméně nedochází k příliš velkému využívání finanční páky, a také dochází ke zvyšování WACC. Z hlediska úrokového krytí je patrný klesající trend, který se dá označit za pozitivní. Optimální velikost je stanovena mezi 5-8. Hodnoty od roku 2011 jsou akceptovatelné i v případě, že v roce 2012-2013 se přibližovaly k hodnotě 9 (tabulka 15).

Tabulka 16: Vývoj ukazatele čistého dluhu / EBITDA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cizí zdroje [v mil. Kč]	164 444	189 449	192 895	199 016	184 134	157 494
Krátkodobý finanční majetek [v mil. Kč]	29 906	33 252	31 301	42 541	36 889	26 271
Čistý dluh [v mil. Kč]	134 538	156 197	161 594	156 475	147 245	131 223
EBITDA [v mil. Kč]	88 800	87 350	85 818	81 994	72 500	65 100
Čistý dluh / EBITDA	1,52	1,79	1,88	1,91	2,03	2,02
Čistý cash flow z provozní činnosti [v mil. Kč]	77 165	61 773	64 612	72 202	70 675	72 579

Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatel, který je používán mnoha podniky včetně Skupiny ČEZ, čistý dluh / EBITDA ukazuje kolikrát je čistý dluh vyšší než ukazatel EBITDA. Vedení Skupiny ČEZ se zavázalo udržovat tento ukazatel pod hranicí 3. Z tabulky 16 je patrné, že dochází ke zvyšování hodnoty tohoto ukazatele. Důvodem je poměrně výrazné snižování EBITDA vlivem nižších cen realizovaných prodejů elektřiny.



Obrázek 14: Čistý dluh / EBITDA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč]

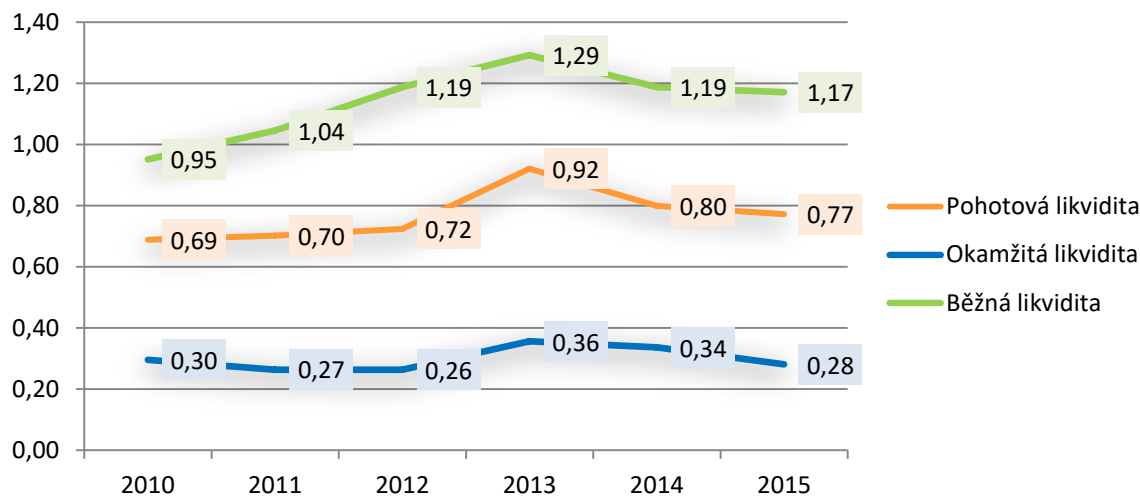
Zdroj: Vlastní zpracování

Při analýze vývoje čistého dluhu je patrné, že dochází k rychlejšímu poklesu čistého dluhu než EBITDA. To znamená, že by mělo v blízké budoucnosti docházet ke snižování ukazatele čistého dluhu / EBITDA (obrázek 14).

5.6.3 Analýza likvidity

Při analýze likvidity je nutné nahlížet na hodnocení komplexně. Pokud podnik dosahuje nižších hodnot likvidity než doporučené, nemusí to znamenat budoucí problémy

s likviditou. Do analýzy vstupuje i ukazatele aktivity, zejména pak doba obratu závazků a pohledávek. Ukazatele likvidity se vztahují pouze k poslednímu dni v daných letech.



Obrázek 15: Vývoj likvidity Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

Při pohledu na obrázek 15 je zřejmé, že podnik se v případě běžné a pohotové likvidity většinou nenachází v rozmezí doporučených hodnot. Nejdůležitější ukazatel okamžité likvidity se nachází u dolní hranice doporučených hodnot (rozmezí 0,2-0,5). Ukazatele běžné a pohotové likvidity jsou v porovnání s doporučenými hodnotami nižší. V roce 2013 byly všechny stupně likvidity na nejlepších úrovních. Skupina ČEZ je i přes nižší hodnoty likvidity schopna získat dostatečnou hotovost v podobě krátkodobého úvěru v případě nepředpokládaných výdajů.

5.6.4 Analýza aktivity

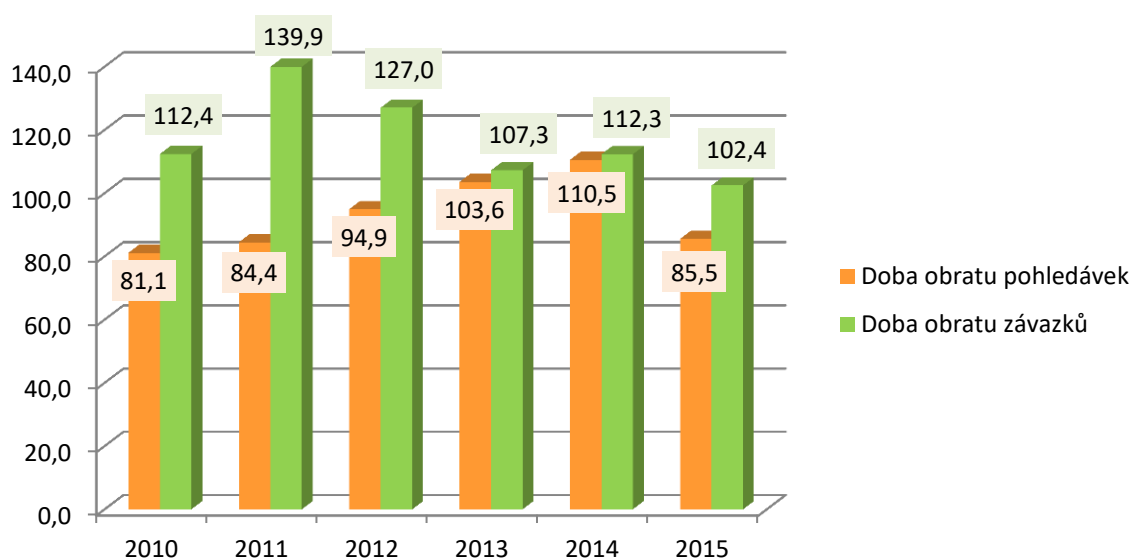
U analýzy obrátů je vhodné zaměřit se raději na pokračující trend, než na jednotlivé hodnoty v daných letech. U analýzy doby obrátů jsou nejvíce vypovídající doba obratu pohledávek a závazků.

Tabulka 17: Vývoj ukazatelů aktivity Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv		0,36	0,34	0,33	0,34	0,31	0,34
Obrat dlouhodobého majetku		0,43	0,44	0,43	0,44	0,39	0,42
Doba obratu zásob [ve dnech]		14,2	14,6	18,0	18,6	18,9	17,5
Doba obratu pohledávek [ve dnech]		81,1	84,4	94,9	103,6	110,5	85,5
Doba obratu závazků [ve dnech]		189,4	221,4	203,4	199,7	203,6	162,6

Zdroj: Vlastní zpracování

Skupina ČEZ dosahuje obratu aktiv i dlouhodobého majetku výrazně nižších čísel v porovnání s minimální doporučenou hodnotou 1 (viz tabulka 17). Z hlediska porovnání tohoto ukazatele s konkurencí v energetickém odvětví EU, který se pohybuje okolo 0,5, není takto nízký obrat důvodem znepokojení. Doba obratu zásob je od roku 2013 v pozitivním sestupném trendu. Z hlediska průměrného množství aktiv držené ve formě zásob se jedná o marginální ukazatel.



Obrázek 16: Doba obratu pohledávek a závazků Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

Relevantnějším údajem, který přímo poukazuje na postavení podniku a schopnost včas hradit své závazky, je porovnání doby obratu pohledávek a závazků (viz obrázek 16). V případě Skupiny ČEZ je doba, po kterou je majetek v podniku vázán ve formě pohledávky vždy menší než doba obratu závazků. V roce 2015 došlo ke snížení doby obratu pohledávek z 110,5 na 85,5 dne. Nejlepších hodnot dosahoval podnik v roce 2011, kdy byl rozdíl mezi dobami obratu pohledávek a závazků nejrazantnější. Trend lze

hodnotit spíše pozitivně, neboť není potřeba využívat úvěrů či půjček na včasné hrazení svých závazků (snižování nákladových úroků).

5.6.5 Analýza kapitálového trhu

Z důvodu faktu, že je Skupina ČEZ kotovaná na kapitálových trzích je nutné, podrobit analýze i údaje zaměřené na výkonnost podniku z hlediska akcionáře. Při výpočtech se vychází z tržní ceny akcie Skupiny ČEZ k rozhodnému dni, tedy k poslednímu dni v roce. Dividendy z podílu na ročním zisku analyzovaného podniku se vyplácí v červnu následujícího roku. Rozhodným dnem pro výplatu dividendy bývá v dubnu následujícího roku (2 měsíce před výplatou). Pro získání dividendového výnosu je pouze možné držet akcie daného podniku pouze v rozhodném dni.

Tabulka 18: Vývoj ukazatelů kapitálového trhu Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

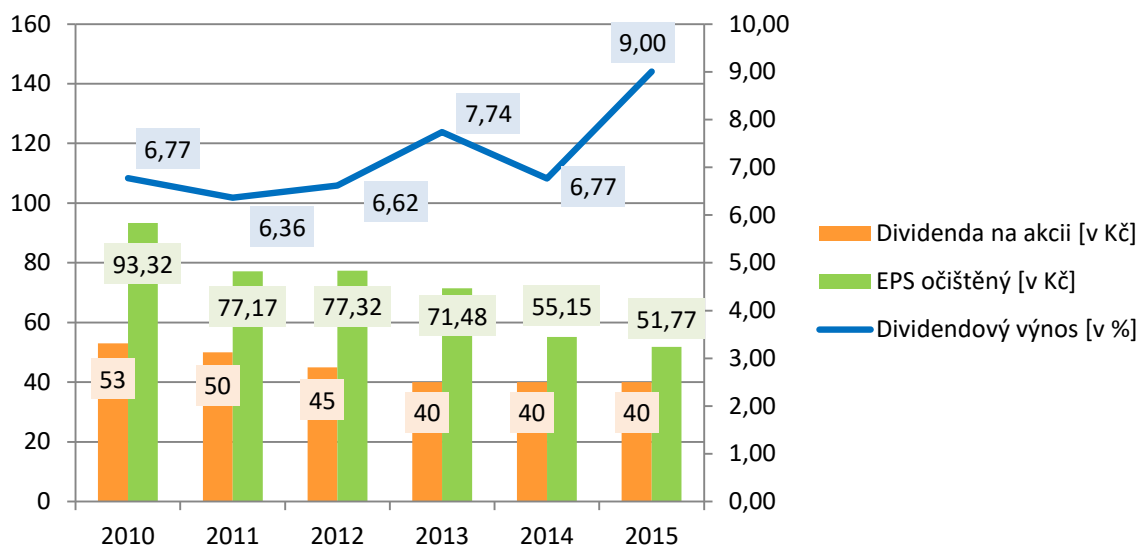
	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT [v mil. Kč]		46 941	40 753	40 135	35 207	22 432	20 547
Tržní cena akcie k 31.12. [v Kč]		783,0	786,0	680,0	517,0	591,0	444,3
Dividenda na akcii [v Kč]		53	50	45	40	40	40
Počet emitovaných akcií [v tis. ks]		533 811	534 041	534 115	534 115	534 115	534 193
EPS [v Kč]		87,94	76,31	75,14	65,92	42,00	38,46
EPS očištěný [v Kč]		93,32	77,17	77,32	71,48	55,15	51,77
P/E ratio		8,90	10,30	9,05	7,84	14,07	11,55
Dividendový výnos		6,77%	6,36%	6,62%	7,74%	6,77%	9,00%
Podíl dividendy k zisku na akcii		60,27%	65,52%	59,89%	60,68%	95,24%	104,00%
Podíl dividendy k očištěnému zisku na akcii		56,79%	64,79%	58,20%	55,96%	72,54%	77,26%

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro výpočty ukazatelů EPS, P/E ratio a podílu dividendy k zisku na akcii je použit zisk po zdanění (EAT). Pro výpočty očištěných ukazatelů (EPS očištěný a podíl dividendy k očištěnému zisku na akcii) je použit zisk po zdanění očištěný zejména o odpisy (nezahrnují se odpisy), které v podnicích slouží jako nástroj pro snižování reportovaného zisku, ze kterého dochází k výpočtu daňového závazku vůči státu. Zisk po zdanění neočištěný nepodává přehled o skutečně dosažených výsledcích podniku.

Z tabulky 18 je patrné postupné snižování zisku na akcii, který se ve sledovaném období propadl o 56 % (v případě EPS), respektive o 44 % (v případě EPS očištěného). Tento negativní trend se negativně projevil v ukazateli P/E ratio, který je využíván akcionáři k porovnání různých podniků napříč odvětvími. Tento ukazatel je blíže analyzován v části, která se zabývá porovnáním ukazatelů Skupiny ČEZ s konkurencí v odvětví. Z hlediska

akcionářů se jevil nákup akcií Skupiny ČEZ nejvýhodněji v roce 2013, kdy cena akcií ke konci roku klesla na 517 Kč vlivem negativního výhledu na nadcházející roky.



Obrázek 17: Vývoj dividendy a zisku na akcii Skupiny ČEZ v letech 2010-2015
Zdroj: Vlastní zpracování

Na obrázku 17 je zajímavé srovnání dividendy k očištěnému zisku na akcii, který je rozhodujícím ukazatelem pro určení velikosti dividendy. Od roku 2013 se management Skupiny ČEZ snaží, i přes snižující se zisky, udržovat dividendu na hodnotě 40 Kč/akcii. Důvodem je zvyšování podílu dividendy k očištěnému zisku na akcii z 56,79 % v roce 2010 na 77,26 % v roce 2015. Ukazatel dividendového výnosu se, vlivem snižující se tržní ceny akcie, zvyšuje. Jedná se o pozitivní zprávu zejména pro krátkodobé investory, či spekulanty, kteří nakupují akcie pouze na základě výše dividendy.

Na základě ukazatelů kapitálového trhu je patrné, že dividendová politika Skupiny ČEZ je příliš štědrá. Vlivem toho dochází k nadbytečnému „odčerpávání“ peněžních prostředků z podniku, které by mohly zhodnotit hodnotu podniku v budoucnu. Dividendová politika Skupiny ČEZ je ve velké míře ovlivněna požadavky Ministerstva financí ČR, který v roce 2016 požadoval, aby došlo ke zvýšení výplatního poměru dividendy k očištěnému zisku za rok 2015 až na 100 %. Výše dividendového výnosu je v době nízkých úrokových sazeb velmi lákavá, ovšem nelogická ze strany vedení.

5.7 Analýzy soustav ukazatelů

V následující části jsou některé tradiční ukazatele implementovány do soustav ukazatelů (bonitní a bankrotní modely). Tato práce se zaměřuje ze skupiny bonitních modelů na Kralickův Quicktest, a ze skupiny bankrotních modelů na Z-skóre a Index důvěryhodnosti (IN05). Bankrotní modely byly použity dva, neboť Altmanův Z-skóre model podává na velké korporace v podmínkách ČR zkreslené výsledky.

5.7.1 Kralickův Quicktest

Z teoretické části je patrné, že tento test je zaměřen na hodnocení finančního zdraví podniku. Dokáže jednoduše odhalit problémové oblasti v podniku a odhadnout budoucí trend finančního zdraví.

Tabulka 19: Vývoj hodnocení ukazatelů pomocí Qtestu

Qtest	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Poměr krytí celkových aktiv vlastním kapitálem		0,42	0,39	0,40	0,41	0,42	0,45
Doba splácení dluhů z cash flow [v letech]		1,65	2,46	2,33	2,15	1,79	1,34
ROA		0,11	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05
Likvidita z provozní cash flow		0,40	0,30	0,31	0,34	0,36	0,35
Bodové hodnocení	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
R1 - Poměr krytí celkových aktiv vlastním kapitálem		4	4	4	4	4	4
R2 - Doba splácení dluhů z cash flow [v letech]		4	4	4	4	4	4
R3 - ROA		2	2	2	1	1	1
R4 - Likvidita z provozní cash flow		4	4	4	4	4	4
Koeficient finančního zdraví		3,50	3,50	3,50	3,25	3,25	3,25

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 19 je patrné, že Skupina ČEZ dosahovala ve sledovaném období velice dobrého hodnocení v oblastech zadluženosti (R1 a R2) a likvidity (R4), jejichž výsledek je na základě předchozí analýzy běžné, pohotové a okamžité likvidity rozdílný. To naznačuje, že tvorba provozního cash flow je na dobré úrovni. Nejhorší výsledek je ukazatele ROA, jehož výsledek jen potvrzuje předchozí analýzy rentability. Postupné zvyšování vlastního kapitálu v položce nerozděleného zisku působí pozitivně na finanční stabilitu celé Skupiny ČEZ. Celkově dosáhl podnik nejvyššího koeficientu finančního zdraví v každém sledovaném roce. Bohužel je od roku 2013 patrný negativní trend u ukazatele ROA, který potvrzuje předchozí závěr o nutnosti zvýšení výnosnosti z dostupných aktiv.

5.7.2 Z-skóre model

Altmanův Z-skóre model hodnotí odolnost podniku vůči bankrotu. Při aplikaci tohoto modelu na Skupinu ČEZ je dosaženo hodnocení, které nemusí plně odrážet finanční stabilitu podniku. Zvláště, když je model použit na velký polostátní podnik, u kterého je téměř vyloučené, aby došlo během krátkého období k bankrotu.

Tabulka 20: Vývoj výsledků Z-skóre Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Z-skóre	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
A [1,2*X1]		-0,01	0,01	0,04	0,07	0,04	0,03
B [1,4*X2]		0,44	0,42	0,44	0,46	0,47	0,51
C [3,3*X3]		0,38	0,34	0,30	0,24	0,19	0,16
D [0,6*X4]		0,43	0,38	0,40	0,42	0,44	0,49
E [1,0*X5]		0,36	0,34	0,33	0,34	0,31	0,34
Σ(A-E)		1,59	1,49	1,51	1,51	1,46	1,53

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 20 je patrné, že hodnoty v každém sledovaném roce dosáhly méně než doporučené hodnoty. Takový výsledek by představoval vážné existenční problémy. Skupina ČEZ je samozřejmě stabilní a výsledky jde přisuzovat zejména malému ROA. V tomto případě je více adekvátní sledovat vývoj hodnot v čase. Je patrné, že hodnota nijak dramaticky nevybočuje z trendu a zůstává konstantní.

5.7.3 Index důvěryhodnosti

Index důvěryhodnosti (IN05) byl do této práce přidán v závislosti na nepřesných výsledcích, pramenících ze Z-skóre modelu. Index důvěryhodnosti byl zvolen nejaktuálnější z roku 2005, který je zaměřen na průmyslové podniky v ČR.

Tabulka 21: Vývoj výsledků IN05 Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

IN05	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
0,13*V1		0,22	0,21	0,22	0,22	0,23	0,24
0,04*V2		0,71	0,49	0,53	0,40	0,40	0,41
3,97*V3		0,45	0,41	0,36	0,28	0,23	0,19
0,21*V4		0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
0,09*V5		0,13	0,14	0,16	0,21	0,17	0,17
Σ(V1-V5)		1,59	1,33	1,33	1,19	1,10	1,08

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 21 je zřejmé, že výsledná hodnota tohoto indexu se ve sledovaném období nachází v šedé zóně. Znepokojující je negativní trend vývoje, jehož příčinou je snižující se EBIT a nízký výnos v porovnání s celkovými aktivy. Obecně lze konstatovat, že Index

důvěryhodnosti představuje důvěryhodnější model v porovnání s Altmanovým Z-skóre modelem. Při pohledu na vývoj se potvrzují předchozí doporučení ohledně prodeje méně rentabilních aktiv (zejména v Bulharsku) a zaměření se na efektivnější využití stávajících jaderných a uhelných elektráren.

6 Analýza pomocí moderních ukazatelů finanční výkonnosti

V této části je nejprve řešena finanční výkonnost pomocí ukazatele ekonomické přidané (EVA) hodnoty, která tvoří stěžejní část. Dále jsou zde počítány ukazatele, které se zaměřují na výnosnosti pro akcionáře. Jedná se zejména o ukazatel tržní přidané hodnoty (MVA) a celkové výnosnosti pro akcionáře (TSR). Poté je proveden odhad vnitřní hodnoty akcie ke konci roku 2016 a porovnání s tržní cenou akcie ve stejný čas. V závěru dochází k porovnání vybraných ukazatelů finanční analýzy Skupiny ČEZ s vybranou konkurencí v daném odvětví.

6.1 Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota je moderní ukazatel, který dosahuje přesných výsledků při měření tvorby hodnoty pro akcionáře. Před samotným výpočtem je nutné provést takové kroky, které převedou účetní hodnoty na ekonomické hodnoty. Nejprve je zapotřebí zjistit čistá operativní aktiva (NOA) a vážené průměrné náklady na kapitál (WACC). Jde tedy o zjištění celkových nákladů na vlastní a cizí kapitál, který se odečítá od čistého operativního zisku. V případě kladného výsledku vytvořil podnik v dané období přidanou hodnotu pro akcionáře.

6.1.1 Čistá operativní aktiva

Čistá operativní aktiva (NOA) představují taková aktiva, která se přímo podílejí na tvorbě hodnoty podniku. Nejprve dochází k započítání oceňovacích rozdílů a goodwillu u dlouhodobého majetku.

Skupina ČEZ k rozvahovému dni zjišťuje možné snížení hodnoty aktiv, tedy že zpětně ziskatelná hodnota dlouhodobého hmotného majetku není nižší než zůstatková. Pokud existuje rozdíl, dochází k započítání rozdílu do položky Opravné položky k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku včetně goodwillu. Případné změny v ocenění jsou již zahrnuty ve výkazech.

Dále je pro zjištění NOA nutné aktivovat náklady, které dlouhodobě ovlivňují finanční výkonnost podniku. Hlavním představitelem jsou náklady na výzkum a vývoj (dále „VaV“), které jsou zařazeny do dlouhodobého nehmotného majetku. Skupina ČEZ

používá lineární odepisování s tím, že minimální doba odepisování je stanovena na 3 roky. S touto dobou je dále počítáno.

Tabulka 22: Úprava nákladů na VaV Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil Kč]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Náklady na výzkum a vývoj		709	794	759	1 057	1 256	828
Roční odpisy		236	501	754	870	1 024	1 047
Náklady na VaV (kumulativně)		709	1 503	2 262	3 319	4 575	5 403
Roční odpisy (kumulativně)		236	737	1 491	2 361	3 385	4 432
Náklady na VaV po úpravě (aktivace)		473	766	771	958	1 190	971

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 22 je zobrazen vývoj nákladů na VaV včetně průběhu ročních odpisů. V druhé části tabulky jsou zobrazeny kumulativní součty nákladů na VaV a celkových ročních odpisů. Do aktiv jsou započítány pouze náklady po odečtení ročních odpisů.

Tabulka 23: Vývoj NOA a ekvivalentů vlastního kapitálu

[v mil Kč]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM před úpravou		544 375	598 301	636 070	640 394	627 870	602 686
Náklady na výzkum a vývoj		473	766	771	958	1 190	971
Nedokončené hmotné investice		-71 485	-78 743	-73 869	-90 508	-85 788	-88 342
Pohledávky po splatnosti		-2 257	-4 458	-3 242	-2 929	-1 546	-1 438
Odložená daňová pohledávka		-655	-809	-750	-824	-1 738	-1 631
AKTIVA CELKEM po úpravě (NOA)		470 451	515 057	558 980	547 091	539 988	512 246
Ekvivalenty vlastního kapitálu		-73 924	-83 244	-77 090	-93 303	-87 882	-90 440

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak je patrné z tabulky 23, při zjišťování NOA je nutné dále snížit dlouhodobý hmotný majetek o nedokončené hmotné investice, které nevytváří přidanou hodnotu podniku. Dochází také ke snížení hodnoty oběžných aktiv o pohledávky po splatnosti. Pro zpřesnění hodnoty EVA byla z aktiv vyloučena odložená daňová pohledávka, která nezvyšuje hodnotu podniku. Z důvodu bilančního principu je nutné jakoukoliv změnu hodnoty aktiv promítnout do ve stejné výši do hodnoty pasiv. Součet všech změn aktiv se tedy započítává do ekvivalentů vlastního kapitálu.

Tabulka 24: Úprava rozvahy Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil Kč]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA							
Dlouhodobý majetek		291 498	308 860	346 656	336 112	341 944	333 993
Ostatní stálá aktiva		85 109	79 655	74 393	59 446	69 236	70 060
Oběžná aktiva		93 844	126 542	137 931	151 533	128 808	108 193
AKTIVA CELKEM		470 451	515 057	558 980	547 091	539 988	512 246
PASIVA							
Vlastní kapitál		189 976	186 231	219 544	213 290	235 272	242 240
Základní kapitál		53 799	53 799	53 799	53 799	53 799	53 799
Vlastní akcie		-4 619	-4 382	-4 382	-4 382	-4 382	-4 246
Nerozdělené zisky a kapitálové fondy		172 251	177 408	200 818	208 659	211 891	218 340
Nekontrolní podíly		5 621	5 365	3 984	4 690	4 543	4 262
Rezervy		36 848	37 285	42 415	43 827	57 303	60 525
Ekvivalenty vlastního kapitálu		-73 924	-83 244	-77 090	-93 303	-87 882	-90 440
Dlouhodobé závazky		179 404	203 415	220 493	214 237	194 886	176 307
Krátkodobé závazky		101 071	125 411	118 943	119 564	109 830	93 699
PASIVA CELKEM (=C)		470 451	515 057	558 980	547 091	539 988	512 246

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 24 zobrazuje upravenou rozvahu, kde celková pasiva se ve výpočtech označuje písmenem C (Capital). Po úpravě pasiv je patrné, že oproti hodnotám vykazovaných v rozvaze došlo v každém sledovaném roce k poklesu vlastního kapitálu průměrně o 15 %. Celková pasiva se ve sledovaném období oproti vykazovaným hodnotám v průměru snížila o 13,9 %. To znamená, že část vlastního kapitálu se přesunula do závazků. Pokud se bude vycházet z obecného předpokladu levnějšího cizího kapitálu než vlastního, to znamená, že vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) budou ve skutečnosti nižší, než na základě účetních dat.

6.1.2 Čistý operativní zisk po zdanění

Čistý operativní zisk po zdanění (NOPAT) vychází z výkazu zisku a ztráty. Stejně jako úprava rozvahy na NOA je nutná úprava výkazu zisku a ztráty na NOPAT. Je nutné učinit úpravy výkazu zisku a ztráty tak, aby korespondovaly s úpravami rozvahy. V rámci této práce dochází:

- ke zpětnému přičtení nákladových úroků z dluhů,
- ke zpětnému přičtení nákladů na výzkum a vývoj,
- k odečtení odpisů nákladů na výzkum a vývoj.

Tabulka 25: Úprava zisku před zdaněním Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil Kč]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zisk před zdaněním		58 680	51 952	50 957	44 406	28 656	26 895
Nákladové úroky z dluhů		3 484	4 954	4 318	4 565	3 650	2 853
Původní náklady na VaV		709	794	759	1 057	1 256	828
Odpisy nákladů na VaV		-236	-501	-754	-870	-1 024	-1 047
Zisk před zdaněním po úpravě		62 637	57 199	55 280	49 158	32 538	29 529

Zdroj: Vlastní zpracování

Výše jednotlivých úprav a zisku před a po zdanění jsou zobrazeny v tabulce 25. V průměru se v každém sledovaném roce zvýšil zisk před zdaněním o 9,9 % oproti vykazovaným hodnotám ve výkazu zisku a ztráty. Největší změna je patrná v roce 2014, kdy došlo k nárůstu o 13,5 %.

Tabulka 26: Vymezení NOPAT Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v mil Kč]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zisk před zdaněním		58 680	51 952	50 957	44 406	28 656	26 895
Zisk před zdaněním po úpravě		62 637	57 199	55 280	49 158	32 538	29 529
Reálná sazba daně z příjmu		20,01%	21,56%	21,20%	20,72%	21,72%	23,60%
Daň z příjmu po úpravě		-12 531	-12 330	-11 721	-10 183	-7 067	-6 970
NOPAT (Čistý operativní zisk po zdanění)		50 106	44 869	43 559	38 975	25 471	22 559

Zdroj: Vlastní zpracování

Čistého operativního zisku po zdanění se dosáhne zohledněním vyšších daňových nákladů, jejichž výše je pouze teoretická a pro podnik nepředstavuje skutečný dodatečný výdaj. Jak je patrné z tabulky 26, při výpočtu NOPAT se počítá s reálnou sazbou daně z příjmu, tedy skutečnou procentuální výší daňové sazby. Oproti nominální sazbě DPPO, která je od roku 2010 v konstantní výši 19 %, je patrná vyšší sazba v každém sledovaném roce o 1 % až 4,6 %.

6.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Před samotným zjištěním ukazatele EVA je nejprve nutné stanovit náklady na cizí a vlastní kapitál. Stanovení nákladů na cizí kapitál bývá zpravidla jednodušší, neboť se jedná o kapitál s předem domluvenými závaznými podmínkami (úvěry, emise dluhopisů). V případě konvertibilních dluhopisů či dluhopisů, jejichž úroková míra je stanovena pomocí některých základních úrokových sazeb (PRIBOR, LIBOR), je nutné ručně dopočítat dle podmínek platných v analyzovaném roce.

Při stanovování nákladů na vlastní kapitál (požadovaná výnosnost) je potřeba využít vhodný model. V této práci je využit model CAPM, který se nabízí pro použití na podnik obchodovatelný na kapitálových trzích. Model INFA je pro Skupinu ČEZ nevhodný z důvodu velikosti a působnosti ve více státech v rámci střední a jihovýchodní Evropy.

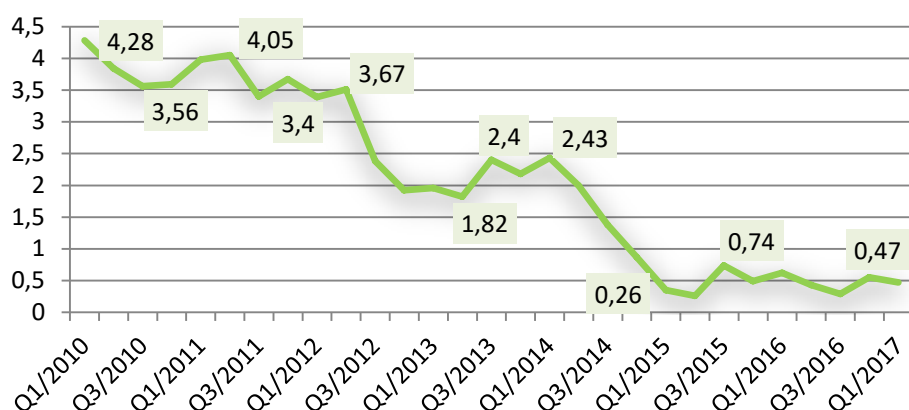
Tabulka 27: Náklady na cizí kapitál Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Průměrná úroková míra z dluhu		4,454%	4,330%	4,126%	4,150%	4,045%	3,836%
Průměrné náklady na cizí kapitál		3,56%	3,40%	3,25%	3,29%	3,17%	2,93%

Zdroj: Vlastní zpracování

Velikost nákladů na cizí kapitál je ovlivněn ratingem dané země a podniku. Ratingové hodnocení jednotlivých zemí a podniků je dostupné na webových stránkách třech největších světových ratingových agentur Standard & Poor's, Fitch či Moody's. V rámci této práce byly využity informace zveřejněné agenturou Standard & Poor's. Rating Skupiny ČEZ je A-, čímž se řadí mezi nejstabilnější podniky v rámci energetického odvětví v Evropě. V rámci této práce dosahují konkurenční podniky ratingu BBB v případě podniku E.ON a BBB- v případě podniku RWE, který je na hranici spekulativního pásma.

Na základě tabulky 27 je patrný klesající trend nákladů na cizí kapitál. To je v posledních letech kromě dobrého a stabilního ratingu způsobené také nízkými úrokovými sazbami v důsledku expanzivní monetární politiky centrálních bank. Expanzivní politika se projevuje ve velmi nízkých výnosech z bezrizikových dluhopisů, a to zejména státních. Zatímco v roce 2010 dosahoval výnos až 4 %, od roku 2015 se výnos pohybuje pod 1 % (viz obrázek 18). Při zjišťování nákladů na cizí kapitál je nutné zohlednit také tzv. daňový štít, neboť nákladové úroky je položka snižující základ daně. Průměrné náklady na cizí kapitál je již zohledněna DPPO a v této výši vstupují do výpočtu ukazatele WACC.



Obrázek 18: Výnos 10letého státního dluhopisu ČR v letech 2010-2017
Zdroj: Vlastní zpracování

Při zjišťování nákladu na cizí kapitál byl použit CAPM model, který je přímo situován na akciové společnosti s volně obchodovatelnými akciemi na kapitálových trzích. Tento model vychází ze tří faktorů, které vstupují do výpočtu:

- Bezriziková přírážka je v této práci stanovena jako výnos 10letého státního dluhopisu ČR emitovaného Českou národní bankou (ČNB).
- Tržní riziková přírážka je stanovena na základě údajů ratingu zemí z agentury Moody's. Pro ČR je na základě stabilního ratingu A1 stanovena na hodnotu 7,69 % pro všechny sledované roky.
- Beta koeficient je koeficient volatility dané akcie vůči trhu. Hodnoty byly získané z databáze agentury Standard and Poor's.

Při stanovování nákladu na vlastní kapitál by se z hlediska pravidelné výplaty dividendy mohl využít model dividendového výnosu. Tato práce s modelem dividendového výnosu nepočítá, neboť autor nesouhlasí s výší dividendy, a mohlo by tedy dojít ke zkreslení následujících výpočtů.

Tabulka 28: Náklady na vlastní kapitál Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 pomocí CAPM

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výnos 10letého státního dluhopisu ČR	3,82%	3,78%	2,80%	2,09%	1,67%	0,46%
Koeficient beta	0,78	0,78	0,77	0,77	1,06	1,06
Tržní riziková přírážka	7,69%	7,69%	7,69%	7,69%	7,69%	7,69%
Náklady na vlastní kapitál	6,84%	6,83%	6,57%	6,40%	8,05%	8,12%
Dividendový výnos	6,77%	6,36%	6,62%	7,74%	6,77%	9,00%

Zdroj: Vlastní zpracování

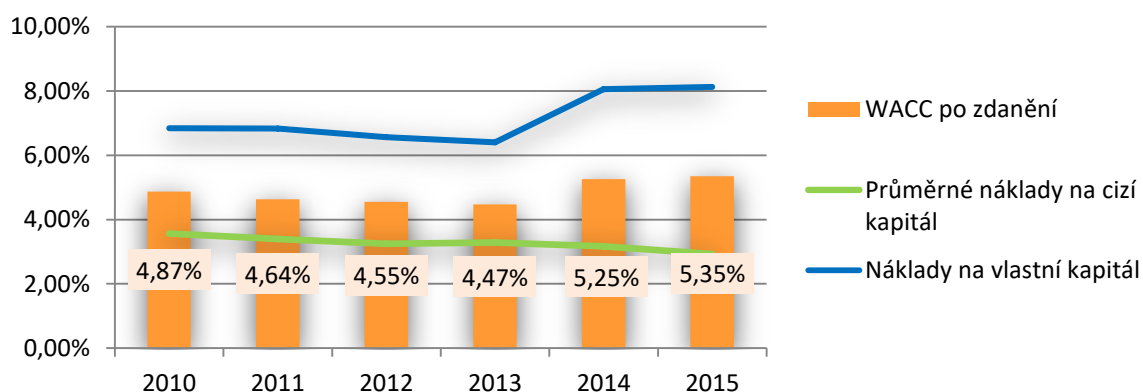
Na základě tabulky 28 je patrný výrazný nárůst nákladů na vlastní kapitál v roce 2014, meziročně z 6,4 % na 8,05 %. Tento skokový růst byl způsoben extrémní průměrnou denní volatilitou v daném roce. Obecně platí, že čím vyšší je koeficient beta, tím vyšší je možný výkyv při nepředvídatelných hodnot makroekonomických ukazatelů, a dochází ke zvýšení volatility. Takové výkyvy jsou považovány za riziko, které kapitálové trhy příliš v oblibě nemají. Zajímavé je porovnání nákladů na vlastní kapitál s dividendovým výnosem z akcií. V roce 2013 a 2015 byl zaznamenán největší rozdíl ve prospěch dividendového výnosu. To znamená, že akcionáři dosáhli vyššího reálného zhodnocení než kolik by teoreticky požadovali. Nutné je ovšem zahrnout i extrémní propad tržní ceny akcie, který zahrnuje ukazatel TSR v další části této práce.

Tabulka 29: Stanovení WACC Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Náklady na vlastní kapitál (rE)	6,84%	6,83%	6,57%	6,40%	8,05%	8,12%
Náklady na cizí kapitál (rD)	3,56%	3,40%	3,25%	3,29%	3,17%	2,93%
Vlastní kapitál [v mil Kč]	187 272	185 951	218 412	205 185	227 552	234 855
Cizí kapitál [v mil Kč]	280 475	328 826	339 436	333 801	304 716	270 006
Celkový kapitál C [v mil Kč]	467 747	514 777	557 848	538 986	532 268	504 861
WACC po zdanění	4,87%	4,64%	4,55%	4,47%	5,25%	5,35%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 29 zobrazuje výsledné vážené průměrné náklady na kapitál (WACC), který je v důsledku zahrnutí daňového štítu do výpočtu zobrazen po zdanění. Do roku 2013 došlo ke snížení WACC o 0,4 procentního bodu (oproti roku 2010). To bylo způsobené vyšším podílem cizího kapitálu. Od roku 2014 je patrný vzestupný trend WACC zejména vyšším beta koeficientem a zvyšujícím se podílem dražšího vlastního kapitálu.



Obrázek 19: Vývoj WACC a kapitálových nákladů Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

Z obrázku 19 je patrné, že snižování zadluženosti podniku je z hlediska nákladů na kapitál kontraproduktivní. Při využívání velkého množství vlastního kapitálu dochází ke zvyšování WACC a snižování ukazatele EVA. I přes zvýšení WACC se, za předpokladu stejného podílu vlastního a cizího kapitálu, v následujících letech očekává jeho postupné snižování, a to zejména v důsledku nižšího beta koeficientu, který by se měl ustálit na úrovních 0,7-0,8 (dlouhodobém průměru). Proti snižování WACC bude působit zvyšující se bezriziková přírážka v důsledku zvyšování úrokových sazeb a stimulování růstu výnosu z 10letého státního dluhopisu ČR. Pokud bude docházet ke snižování množství cizího kapitálu, je možné, že hodnota WACC se zvýší na nové úrovně přes 6 %.

6.1.4 Stanovení EVA

Při výpočtu EVA se vychází z upravených dat účetních výkazů, které byly modifikovány na ekonomické ukazatele reprezentující reálnější pohled na podnik. Do samotného výpočtu vstupují vypočítané hodnoty NOPAT, WACC a upravených celkových pasiv (C).

Tabulka 30: Ukazatel EVA a RONA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOA [v mil Kč]		470 451	515 057	558 980	547 091	539 988	512 246
NOPAT [v mil Kč]		50 106	44 869	43 559	38 975	25 471	22 559
WACC po zdanění		4,89%	4,64%	4,55%	4,50%	5,29%	5,39%
EVA po zdanění [v mil Kč]		27 121	20 981	18 110	14 337	-3 120	-5 033
% změna		-	-22,6%	-13,7%	-20,8%	-121,8%	-61,3%
RONA		10,7%	8,7%	7,8%	7,1%	4,7%	4,4%
ROA		11,5%	10,7%	9,2%	7,2%	5,8%	4,7%
RONA - WACC		5,8%	4,1%	3,2%	2,6%	-0,6%	-1,0%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 30 je patrný klesající trend tvorby ekonomické hodnoty v podniku. Do roku 2013 Skupina ČEZ tvořila hodnotu. V roce 2014 došlo k poklesu ukazatele EVA o velmi vysokých -121,8 %. Tento pokles byl způsoben nižší cenou silové elektřiny a menším množstvím vyrobené elektřiny z uhelných elektráren (viz příloha H). Ukazatel RONA je obdobou ukazatele ROA, který vychází z upravené rozvahy. Při porovnání těchto ukazatelů v tabulce 30 je zřejmé, že ukazatel rentability z upravené rozvahy dosahuje nižších hodnot než z původní (oficiální) rozvahy. Ukazatel RONA – WACC vyjadřuje o kolik procent je rentabilita čistých operativních aktiv vyšší než vážené průměrné náklady na kapitál. Nejvyššího rozdílu bylo dosaženo v roce 2010, zatímco v roce 2015 bylo dosaženo -1 %. Záporná hodnota značí, že podnik nevytvořil čistý zisk v takové výši, který

by pokryl náklady na kapitál. To může u akcionářů sloužit jako varovný signál do budoucna.

6.2 Tržní přidaná hodnota

Tržní přidaná hodnota (dále „MVA“) poukazuje na schopnost podniku tvořit hodnotu pro akcionáře při zohlednění tržní ceny akcie. Pro zvýšení MVA může dojít ke dvěma situacím (či jejich kombinací):

- zvýšením tržní hodnoty podniku při současném zachování množství investovaného kapitálu,
- snížením množství investovaného kapitálu při nezměněné tržní hodnotě podniku.

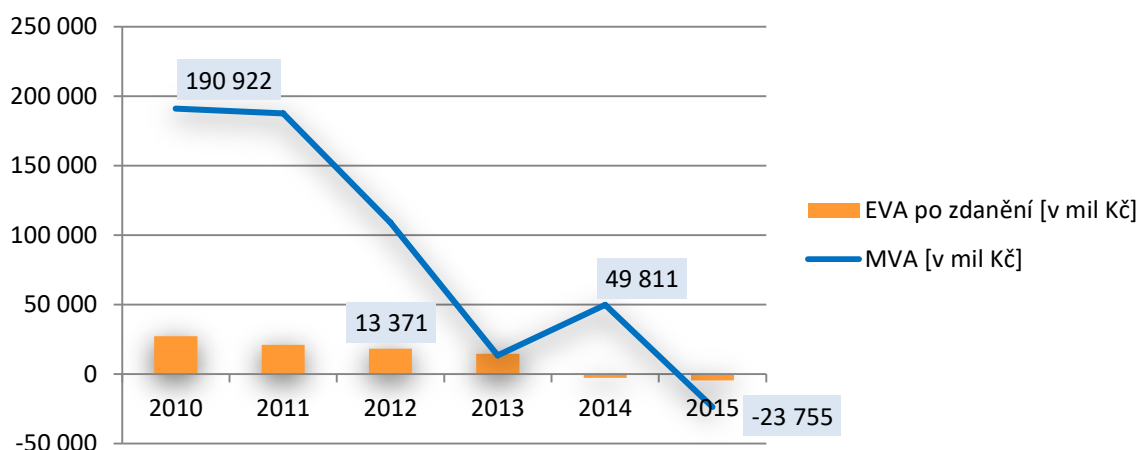
Výhodou tohoto ukazatele je zjištění podhodnocenosti či nadhodnocenosti akcie při porovnání s ukazatelem EVA.

Tabulka 31: Ukazatel MVA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vlastní kapitál [v mil Kč]		227 052	232 190	254 219	262 766	265 851	272 155
Počet emitovaných akcií [v tis. ks]		533 811	534 041	534 115	534 115	534 115	534 193
Tržní cena akcie k 31.12. [v Kč]		783	786	680	517	591	465
MVA [v mil Kč]		190 922	187 566	108 979	13 371	49 811	-23 755

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 31 je patrné, že ve sledovaném období došlo ke snížení tržní ceny akcie o 41 % a zároveň k zvýšení investovaného kapitálu o 20 %. Tyto faktory negativně ovlivnily ukazatel MVA, který se ve sledovaném období snížil do záporných hodnot.



Obrázek 20: Vývoj ukazatelů EVA a MVA Skupiny ČEZ v letech 2010-2015
Zdroj: Vlastní zpracování

Při porovnání s ukazatelem EVA je patrné, že v roce 2014 je ukazatel EVA v záporu, avšak ukazatel MVA oproti roku 2013 dokonce povyrosl. To je dáno zejména špatným oceněním akcií akcionáři v závěru roku 2014 (viz obrázek 20).

6.3 Celková výnosnost pro akcionáře

Celková výnosnost pro akcionáře (dále „TSR“) je ukazatel, který lépe reflektuje výkonnost akcie podniku na kapitálovém trhu, zejména pokud se jedná o podnik s pravidelnou výplatou dividend. Model zohledňuje vyplacené dividendy v ročním i kumulativním vyjádření. Je sestavován vždy k 31. prosinci daného roku a předpokládá výnosnost v daných letech v případě nákupu akcie před rozhodným dnem pro výplatu dividendy v roce 2010 (duben).

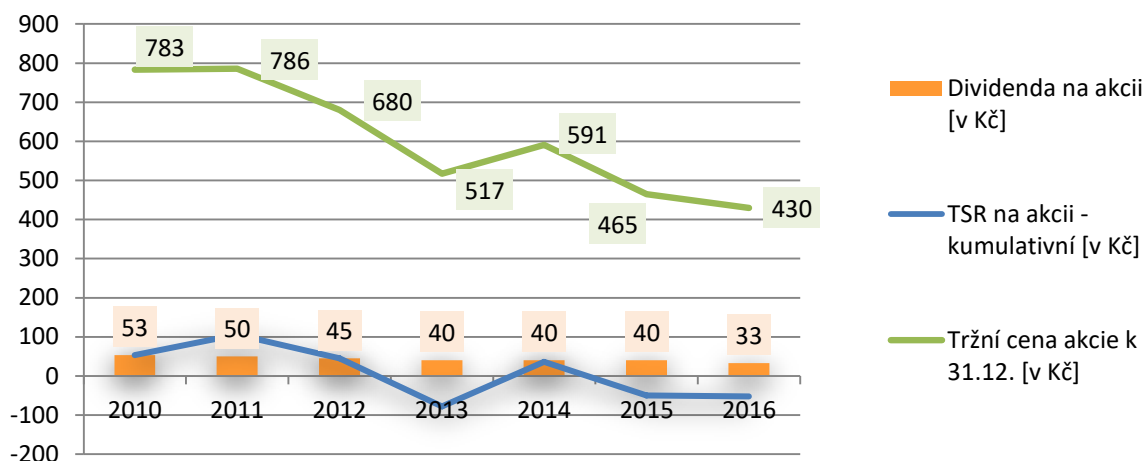
Tabulka 32: Přehled TSR na akcii Skupiny ČEZ v letech 2010-2015

[v Kč]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržní cena akcie k 31.12.		783	786	680	517	591	465	430
Dividenda na akcii		53	50	45	40	40	40	33
Příjem z dividend na akcii - kumulativní		53	103	148	188	228	268	301
Rozdíl tržní ceny akcie oproti roku 2010		0	3	-103	-266	-192	-318	-353
TSR na akcii - kumulativní		53	106	45	-78	36	-50	-52

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 32 je patrné, že dochází k poklesu celkové výnosnosti pro akcionáře. Nejlépe by akcionář zhodnotil svou investici, pokud by prodal akcie Skupiny ČEZ ke konci roku 2011 (po rozhodném dni). Pokud by se akcionář rozhodl pro odchod z pozice ke konci

roku 2016, dosáhl by celkového znehodnocení svých akcií ve výši 52 Kč/akcii. Klesající trend TSR je dán především poklesem tržní ceny akcie.



Obrázek 21: Vývoj tržních ukazatelů Skupiny ČEZ v letech 2010-2016
Zdroj: Vlastní zpracování

Při určování celkové výnosnosti pro akcionáře je nutné zohlednit trend vývoje. Od roku 2015 je patrná stabilizace TSR.

6.4 Stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí DCF

Před samotným stanovením vnitřní hodnoty akcie pomocí discounted cash flow (DCF) je nutné předvídat budoucí vývoj tržeb, investičních výdajů, WACC. Vývoj tržeb v případě Skupiny ČEZ značně ovlivňuje tržní cena elektřiny, uhlí a plynu. Tržní cena elektřiny se bude podle názorů nezávislých analytiků pohybovat na úrovni 30 EUR/MWh.

Odhad investičních výdajů ve Skupině ČEZ byl odhadnut samotným podnikem ve výši okolo 60 mld. Kč v letech 2018 až 2020. V roce 2016 investiční výdaje činily 30 mld. Kč. Skupinu ČEZ do roku 2020 nečekají žádné velké výdaje na investice. Největší výdaje byly realizovány v roce 2010 až 2012 v rámci modernizace a dostavby uhelných elektráren (viz příloha I). V dalších letech budou tyto výdaje dále klesat k úrovním okolo 20 mld. Kč v roce 2020.

Tabulka 33: Určení vnitřní hodnoty akcie Skupiny ČEZ pomocí DCF

	Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Peněžní prostředky použité na investiční činnost [v mil. Kč]		30 000	26 000	24 000	22 000	20 000
Čistý peněžní tok z provozní činnosti [v mil. Kč]		72 000	73 800	75 645	77 536	79 475
FCFF [v mil. Kč]		42 000	47 800	51 645	55 536	59 475
(1+WACC)		1,054	1,111	1,170	1,233	1,300
NPV [v mil. Kč]		39 853	43 039	44 124	45 023	45 752
WACC		5,39%	5,39%	5,39%	5,39%	5,39%
Hodnota podniku k 31.12.2016 [v mil. Kč]		217 791				
Vnitřní hodnota akcie k 31.12.2016 [v Kč]		408				

Zdroj: Vlastní zpracování

Při stanovování peněžních toků z provozní činnosti se vycházelo z velmi konzervativního předpokladu postupného zvyšování ve výši 2,5 % ročně (lehce nad inflací) z důvodu postupného zvyšování množství prodané elektřiny a stagnující ceny elektřiny.

Úroveň WACC zůstává po celou dobu nezměněna na úrovni 5,39 % (viz tabulka 33). Pozitivně bude na hodnotu WACC působit snížení beta koeficientu. Negativně bude působit zvyšování podílu vlastního kapitálu na úkor cizího ve Skupině ČEZ. U hodnoty bezrizikové přírážky se očekává postupné zvyšování v důsledku zvyšování výnosů ze státního dluhopisu blízko k 1 % v roce 2020. Pozitivní a negativní externality by měly na hodnotu WACC působit vyváženě a nemuselo by dojít k výraznému zvyšování nákladů na kapitál.

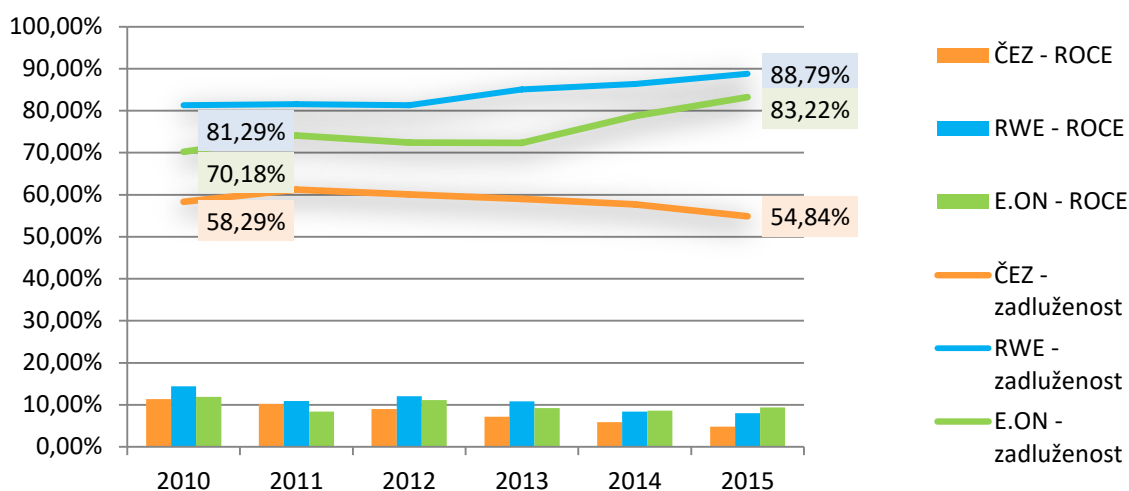
Na základě DCF je stanovena vnitřní hodnota akcie na úrovni 408 Kč (viz tabulka 33). Cena je stanovena na 12 měsíční horizont (do 31. prosince 2017). Na základě této analýzy by mělo, oproti hodnotě k 31. prosinci 2016 ve výši 430 Kč, dojít k 5% poklesu hodnoty akcií, a tedy i ke snížení tržní kapitalizace podniku.

6.5 Porovnání vybraných ukazatelů s konkurencí

Kromě měření finanční výkonnosti podniku pomocí tradičních a moderních ukazatelů je důležité porovnání vybraných ukazatelů s nejbližší konkurencí. Tu představuje dvojice největších německých energetických podniků RWE a E.ON. Oba konkurenti mimo jiné působí na českém trhu. Německou energetiku značně ovlivnila havárie v japonské jaderné elektrárně Fukušima v roce 2011. V Německu zavládly obavy ohledně bezpečného provozování jaderných elektráren. Ihned po havárii Spolková vláda aktivovala program energetické přeměny tzv. Energiewende, podle kterého by do roku 2022 mělo dojít

k uzavření všech jaderných elektráren na území Německa. Místo nich se začínají ve velké míře objevovat obnovitelné zdroje energie.

Díky této energetické revoluci se tradiční energetické společnosti dostaly do finančních problémů, kdy došlo k odpisům velkého množství konvenčních zdrojů energie.



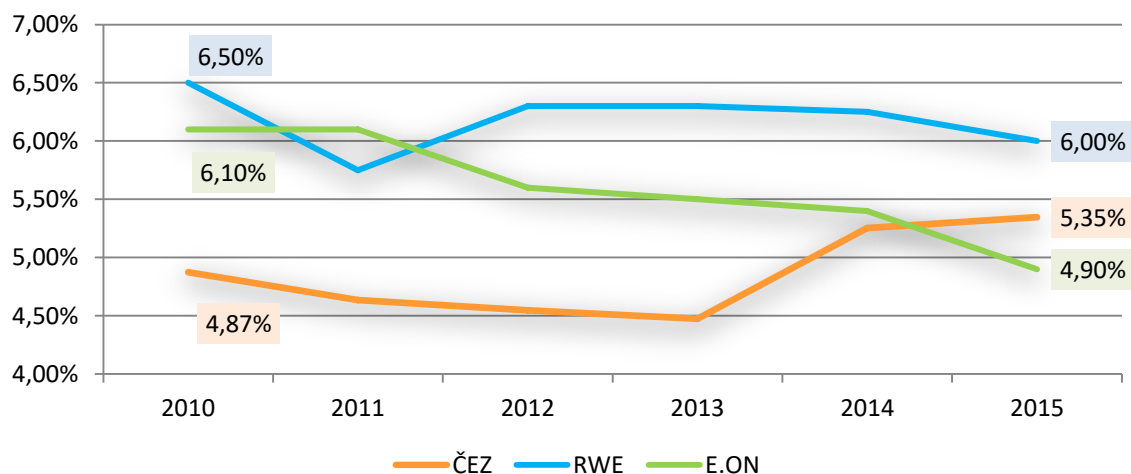
Obrázek 22: Srovnání ukazatelů ROCE a celkové zadluženosti v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

Kvůli nutnosti velkých investic do obnovitelných zdrojů a částečného zajištění dodávky elektřiny byly německé energetické společnosti nuceny k navýšení využití cizího kapitálu. Jak je patrné z obrázku 22, zatímco u Skupiny ČEZ dosahovala celková zadluženost v roce 2015 téměř 55 %, podnik RWE zvýšil svou zadluženost ve sledovaném období z 81 % v roce 2010 na téměř 89 % v roce 2015. Podnik E.ON zvýšil svou celkovou zadluženost ve sledovaném období ze 70 % v roce 2010 na 84 % v roce 2015. Takto vysoká zadluženost daleko více ohrožuje finanční stabilitu obou podniků, která vyústila ke snížení ratingu agentury Standard & Poor's. V případě E.ON klesl rating na hodnotu BBB, zatímco RWE klesl na hodnotu na hranici spekulativního pásma BBB-. Skupina ČEZ je, díky konzervativnějšímu přístupu vlády ČR k otázce budoucnosti konvenčních zdrojů, nejstabilnějším podnikem se stabilním ratingem A-. V roce 2016 také došlo u obou německých podniků k rozdělení na část s konvenčními zdroji energie a na část s obnovitelnými zdroji energie. U společnosti RWE vznikla nová dceřiná společnost Innogy, která je s 10% free floatem volně obchodovatelná na kapitálových trzích. Zbýlých

90 % vlastní RWE Group. Společnost E.ON vyčlenila konvenční zdroje energie do nově vzniklé společnosti Uniper.

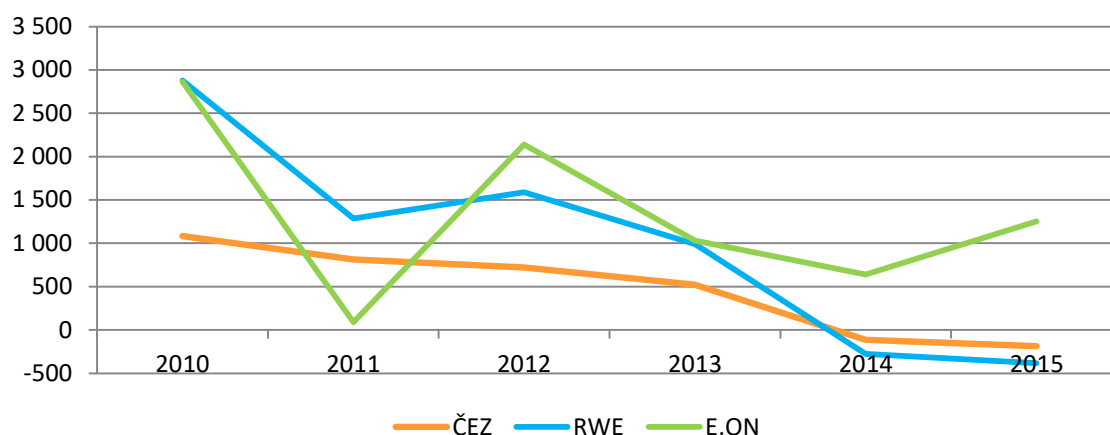
Díky využívání většího podílu cizího kapitálu, se těmto německým podnikům daří udržovat vysokou rentabilitu investovaného kapitálu (ROCE) vlivem vysoké finanční páky (viz příloha F).



Obrázek 23: Srovnání WACC v letech 2010-2015

Zdroj: Vlastní zpracování

Z obrázku 23 je patrné, že zvýšení podílu cizího kapitálu se i přes nižší rating německých energetických podniků napomáhá ke snižování vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Dochází totiž k nahrazování dražšího vlastního kapitálu levnějším cizím kapitálem, zatímco v případě Skupiny ČEZ dochází k využívání stále většího a dražšího vlastního kapitálu. Je nutné také připomenout, že velikost WACC ovlivňuje velikost daně z příjmu právnických osob, která se reálně v Německu pohybuje okolo 30 % (viz příloha F). Oproti dani v ČR, která činí 19 % jsou německé energetické podniky lehce zvýhodněny v rámci analýzy ukazatele EVA, který již počítá s využitím daňového štítu.



Obrázek 24: Srovnání ukazatele EVA v letech 2010-2015 [v EUR]

Zdroj: Vlastní zpracování

Vyšší hodnoty WACC se projevují v nižších hodnotách ukazatele EVA. Z důvodu nejnižšího ukazatele WACC, vytvořil E.ON nejvyšší přidanou hodnotu pro akcionáře.

Tabulka 34: Srovnání ukazatele ROA v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ČEZ		8,62%	6,81%	6,31%	5,50%	3,57%	3,41%
RWE		3,55%	1,95%	1,48%	-3,40%	1,97%	-0,21%
E.ON		3,19%	-1,45%	1,56%	1,62%	-2,51%	-6,16%

Zdroj: Vlastní zpracování

Při srovnání ukazatele ROA byl pro výpočet nahrazen ukazatel EBIT (zisk před zdaněním a úroky) ukazatelem EAT (zisk po zdanění). Z tabulky 34 je patrný klesající vývoj ROA napříč konkurenčními podniky. Z tohoto vývoje lze soudit, že celé energetické odvětví prochází obdobím recese. Zatímco konkurence vykazuje zápornou rentabilitu aktiv, Skupina ČEZ se pohybuje v kladných číslech těsně nad třemi procenty.

Tabulka 35: Srovnání ukazatele čistého dluhu / EBITDA v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ČEZ		1,52	1,79	1,88	1,91	2,03	2,02
RWE		2,82	3,54	3,54	3,50	4,34	3,58
E.ON		2,82	3,93	3,33	3,51	3,99	3,67

Zdroj: Vlastní zpracování

Zajímavé je srovnání oblíbeného ukazatele čistého dluhu / EBITDA. Zatímco se Skupina ČEZ snaží nepřekročit hodnotu 3, její konkurence prakticky dosahovala hodnot menších

než 3 v roce 2010. Vysoké hodnoty tohoto ukazatele značí vysoké riziko, možných finančních problémů.

Na základě předchozích porovnání s konkurencí lze konstatovat, že Skupina ČEZ si v energetickém odvětví počíná lépe než její konkurence. I přes nižší využívání cizího kapitálu se Skupině ČEZ daří udržovat vybrané ukazatele, zejména ROA a čistý dluh / EBITDA ne lepších hodnotách než konkurence.

7 Závěr

V závěrečné části jsou zhodnoceny problematické oblasti finanční analýzy a návrhy doporučení pro zlepšení dané oblasti. V práci nejprve došlo k definování finančních ukazatelů v teoretické části, které byly využity v části praktické. V této části se vychází z doporučení či poznatků obsažených v dílčích částech této práce. Závěrečná část je rozdělena do oblastí:

- zhodnocení současné situace,
- investičních doporučení,
- finančních doporučení,
- investičního doporučení pro akcionáře.

Na základě provedených finančních analýz lze konstatovat, že Skupina ČEZ se v rámci energetického odvětví snaží udržovat solidní finanční výkonnost. Z výsledků finanční analýzy je patrné, že se management Skupiny ČEZ zaměřuje především na snižování zadlužení a zvyšování finanční stability. Pozitivně lze hodnotit ukazatele aktivity, zejména dobu obratu pohledávek, která je nižší než doba obratu závazků. To signalizuje vysokou vyjednávací sílu s dodavateli a odběrateli.

Z hlediska poměrových ukazatelů lze negativně hodnotit klesající trend vývoje rentabilit. Zejména však výši rentability vlastního kapitálu, která je při porovnání s velikostí nákladů na vlastní kapitál nižší. To znamená, že náklady na obsluhu vlastního kapitálu jsou vyšší než výnos s užívání tohoto kapitálu. Negativně lze také hodnotit vývoj a velikost rentability investovaného kapitálu, který se přiblížil na úroveň vážených průměrných nákladů na kapitál. To signalizuje, že podnik čelí problémům s udržováním jeho hodnoty. Takové tvrzení podporuje i velikost ukazatele ekonomické přidané hodnoty, který se od roku 2014 nachází v záporných číslech. Postupné snižování hodnoty podniku je podpořeno i ze zjištěné vnitřní hodnoty akcie Skupiny ČEZ, která na základě diskontovaného provozního cash flow předpovídá mírný pokles tržní ceny akcie do konce roku 2017.

Investiční doporučení

Na základě neuspokojivých hodnot ukazatelů rentabilit (zejména ROA, ROE a ROCE) by měl podnik optimalizovat své plánované investice CAPEX. Zatímco ve sledovaném období docházelo ke značným investicím do uhelných elektráren, v dlouhodobém horizontu by měl podnik více investovat do obnovitelných zdrojů energie (zejména větrných elektráren v Německu, kde lze stále využívat podpory ze strany Německa). V případě budoucnosti uhelných elektráren není výhled optimistický. Již v současné době dochází k energetické revoluci v Evropě. V rámci strategie EU, která klade nároky na snižování emisí z elektráren, budou elektrárny s největšími vyprodukovanými emisemi pomalu znevýhodňovány. To by mělo nastat cestou plošného snížení počtu emisních povolenek, které vyvolá zvýšení jejich cen. Takové zvýšení bude nahrávat podnikům s velkým množstvím vyrobené energie z obnovitelných zdrojů.

Rozsáhlé investice do jaderných elektráren (hlavně výstavby nových bloků) budou i nadále nemyslitelné. Při současných cenách elektřiny se několikaset miliardové investice zdají nerentabilní. I přes to, že jaderné elektrárny patří mezi tradiční neekologické konvenční zdroje (spolu s uhelnými elektrárnami), jejich nezastupitelnost spočívá ve spolehlivosti a rychlosti výroby dostatečného množství elektřiny. Výhodou jsou také nejnižší variabilní náklady na výrobu ze všech typů elektráren. Drobnější investice kvůli zvyšování výkonu stávajících bloků v řádech desítek miliard je přijatelná. Podíl výroby elektřiny z jaderných elektráren by se měl dále zvýšit alespoň na 60 % z celkově vyrobené energie. Zbylých 40 % elektřiny by mělo být vyráběno převážně z obnovitelných zdrojů (zejména z větrných elektráren).

Finanční doporučení

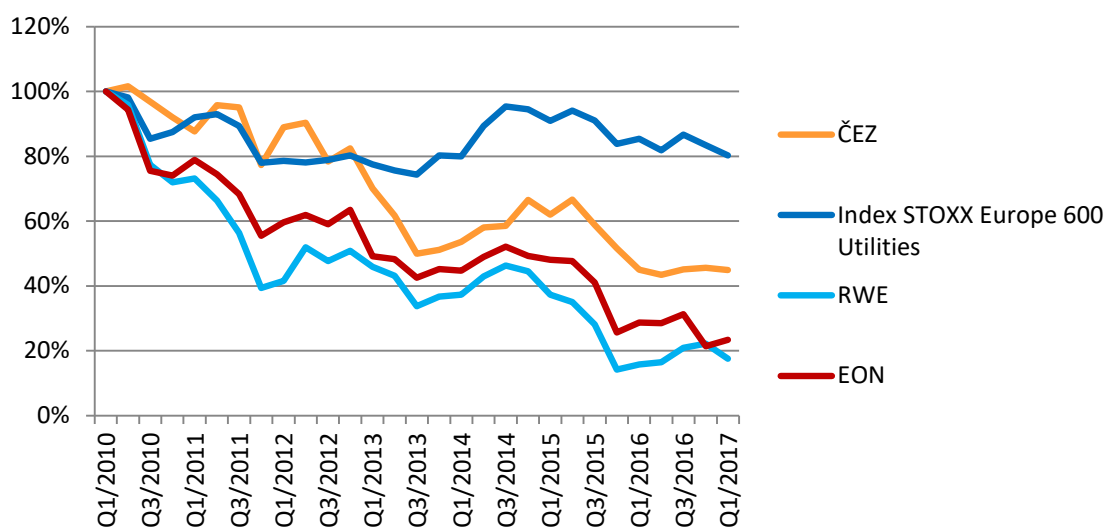
Skupina ČEZ se v oblasti řízení kapitálových zdrojů snaží zlepšovat finanční stabilitu celého podniku tím, že snižuje podíl cizích zdrojů. V dnešní době levných peněz (nízkých úrokových sazeb) se doporučuje využívat více cizích zdrojů, kdy by došlo k vytvoření větší finanční páky, která by zvýšila zejména rentabilitu vlastního (ROE) a investovaného kapitálu (ROCE). Optimální podíl cizího kapitálu k celkovému kapitálu by se měl zvýšit na nejvyšší možnou bezpečnou mez, tj. 60 %. Tím by došlo ke zlepšení ukazatele EVA, z důvodu nižších vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Zejména

se doporučuje financovat činnost podniku emisí euroobligací, které jsou vedené v Eurech a po ukončení intervenčních zásahů ze strany ČNB by mohlo dojít k jejich znehodnocení vlivem změn kurzu u měnového páru EUR/CZK.

Dále se doporučuje Skupině ČEZ snížit dividendový výplatní poměr ze současného 80% až 100% pásma do 50% až 60% pásma. Díky vysokému výplatnímu poměru činil dividendový výnos přes 9 %. Doporučuje se snížit dividendový výnos na úroveň nákladů na cizí kapitál (oportunitních nákladů) v hodnotě blíže k 8 %. Vysoké dividendové výnosy přitahují krátkodobé spekulanty, kteří pro podnik nepředstavují dlouhodobé finanční zdroje, a dochází tak k nadbytečnému odsávání peněžních prostředků, které by mohly být využity na investice do obnovitelných zdrojů.

Investiční doporučení pro akcionáře

Ukazatel celkové výnosnosti pro akcionáře (TSR) poukazuje na zápornou výnosnost z držby akcií Skupiny ČEZ v letech 2010 až 2015. Ukazatel P/E ratio se v roce 2015 zvýšil přes 11 bodů. Zjištěná vnitřní hodnota akcie byla na 12měsíční období (do 31. prosince 2017) stanovena blízko k úrovni 400 Kč za akcii. Z toho lze vyvodit, že v krátkém období do 1 roku je pravděpodobné snížení tržní ceny akcií Skupiny ČEZ. I přes tyto negativní faktory se dlouhodobě doporučuje držet akcie Skupiny ČEZ i nadále, neboť na výkonnost akcií bude mít pozitivní vliv stabilizace cen elektřiny, která stimuluje růst tržeb a růst očištěného zisku. V horizontu roku 2020 se nepředpokládá silný pokles cen akcií jako v případě let 2010 až 2015. Naopak ve střednědobém období do 5 let se předpokládá pozvolný růst hodnoty podniku vlivem vyšších zisků a solidní dividendové politiky.



Obrázek 25: Vývoj tržních cen akcií konkurenčních podniků v letech 2010-2017
Zdroj: Vlastní zpracování

Z obrázku 25 je patrný propad všech analyzovaných podniků v letech 2010 až 2017. U německé konkurence došlo k propadu tržní ceny akcií o 80 procentních bodů. Skupina ČEZ se díky příznivějšímu energetickému podnebí drží v relativně nižší ztrátě tržní ceny na úrovni 45 % z tržní ceny v roce 2010. Výkonnost analyzovaných podniků je vůči celkovému odvětví, které zahrnuje 600 průmyslových podniků značně nižší.

Seznam použitých zdrojů

Literární zdroje

- [1] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3308-1.
- [2] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.
- [3] FRIDSON, Martin S. a Fernando ALVAREZ. *Financial statement analysis: a practitioner's guide*. 4th ed. Hoboken, N.J.: Wiley, c2011. ISBN 978-047-0635-605.
- [4] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [5] Magický trojúhelník investování. In: *BCPP: Prague Stock Exchange* [online]. [cit. 2017-01-10]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/pruvodce-burzou/investovani-do-cennych-papiru/magicky-trojuhelnik-investovani/>
- [6] VESELÁ, Jitka a Fernando ALVAREZ. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9.
- [7] DVOŘÁKOVÁ, Dana. *Finanční účetnictví a výkaznictví podle mezinárodních standardů IFRS*. Aktualiz. a rozš. vyd. Brno: BizBooks, 2014. Daně a účetnictví (BizBooks). ISBN 978-80-265-0149-7.
- [8] KRUPOVÁ, Lenka. *IFRS: mezinárodní standardy účetního výkaznictví : [aplikace v podnikové praxi : stav k 1.1.2009]*. Praha: VOX, 2009. Účetnictví (VOX). ISBN 978-80-86324-76-0.
- [9] *Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví*. In: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=39611&nr=563~2F1991&rpp=15#local-content> . 1991, číslo 563.
- [10] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
- [11] *Nářízení komise (ES) č. 1126/2008, kterým se přijímají některé mezinárodní účetní standardy v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002*
- [12] BOHUŠOVÁ, Hana. *Harmonizace účetnictví a aplikace IAS/IFRS: vybrané IAS/IFRS v podmínkách českých podniků*. Praha: ASPI, 2008. ISBN 978-80-7357-366-9.
- [13] KISLINGEROVÁ, Eva a Miloslav SYNEK. *Podniková ekonomika*. 5. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-336- 3.
- [14] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha: Computer Press, 2001. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 80-722-6562-8.

- [15] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [16] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [17] VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.
- [18] HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI, 2008. ISBN 978-80-7357-392-8.
- [19] KALOUDA, František. *Finanční analýza a řízení podniku, druhé rozšířené vydání*. 2. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2016. ISBN 978-80-7380-591-3.
- [20] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [21] Hodnota přidaná trhem (MVA - Market Value Added). *Management Mania* [online]. [cit. 2017-04-01]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/hodnota-pridana-trhem>

Ostatní zdroje

E.ON Annual Report. *E.ON* [online]. [cit. 2017-04-01]. Dostupné z: <http://www.eon.com/en/about-us/publications/annual-report.html>

Investor Relations. *RWE Group* [online]. [cit. 2017-04-01]. Dostupné z: <https://www.rwe.com/web/cms/en/110822/rwe/investor-relations/reports/>

Národní akční plán rozvoje jaderné energetiky v České republice. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. Praha, 2015 [cit. 2017-04-12]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/energetika/elektroenergetika/jaderna-energetika/narodni-akcni-plan-rozvoje-jaderna-energeticky-v-ceske-republice--166679>

Výroční zprávy. *Skupina ČEZ* [online]. Praha [cit. 2017-04-01]. Dostupné z: <https://www.cez.cz/cs/pro-investory/hospodarske-vysledky/vyrocní-zpravy.html>

Zákon č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů. In: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=40382&nr=593~2F1992&rpp=15#local-content>. Praha: Česká národní rada, 1992, číslo 593.

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů. In: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=40374&nr=586~2F1992&rpp=15#local-content>. Praha: Česká národní rada, 1992, číslo 586.

Elektronická databáze článků ProQuest (knihovna.tul.cz).

Seznam příloh

Příloha A: Struktura rozvahy dle IAS/IFRS	(2 strany)
Příloha B: Struktura aktiv a pasiv Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč] ..	(1 strana)
Příloha C: Výkaz zisku a ztráty Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč].....	(1 strana)
Příloha D: Výkaz cash flow Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč]	(1 strana)
Příloha E: Přehled vydaných a dosud nesplacených dluhopisů Skupiny ČEZ.....	(1 strana)
Příloha F: Výběrové ukazatele pro porovnání podniků ČEZ, RWE a E.ON	(2 strany)
Příloha G: Vývoj měnových párů v letech 2010-2015	(1 strana)
Příloha H: Výroba elektřiny dle zdroje [v GWh]	(1 strana)
Příloha I: Investiční výdaje CAPEX.....	(1 strana)

Příloha A: Struktura rozvahy dle IAS/IFRS

Struktura rozvahy zahrnující položky, jejichž zveřejnění vyžadují nebo navrhuji jednotlivé standardy (V rámci dlouhodobých a krátkodobých položek rozvahových aktiv setříděno podle předpokládané likvidity.)	
Položka rozvahy	Standard, ve kterém je upravena
Aktiva	
Dlouhodobá aktiva	IAS 1
Nehmotná dlouhodobá aktiva	IAS 38 (příkladný výčet)
<ul style="list-style-type: none"> - goodwill - koncese - patenty - licence - software - obchodní známky a podobná práva - poskytnuté zálohy na pořízení dlouhodobého majetku 	
Hmotná dlouhodobá aktiva k užívání v účetní jednotce	IAS 16 (pouze navrhované členění)
<ul style="list-style-type: none"> - pozemky - budovy - stroje - lodě - letadla - motorové dopravní prostředky - nábytek a příslušenství - kancelářské zařízení - poskytnuté zálohy na pořízení dlouhodobého majetku 	
• významné náhradní díly	IAS 2
• dlouhodobá biologická aktiva v rozčlenění na zralá a nezralá	IAS 41
Dlouhodobá finanční aktiva	
• podíly na vlastním kapitálu jiných podniků (podstatný vliv, rozhodující vliv, společné podniky)	IAS 27
• ostatní dlouhodobé cenné papíry	IAS 32, IAS 39, IFRS 9
• ostatní dlouhodobé poskytnuté půjčky	
• dlouhodobé pohledávky	
Dlouhodobé nefinanční pohledávky	
• udlužená daňová pohledávka	IAS 12
• dlouhodobé pohledávky z časového rozlišení nákladů příštích období	
Majetek držený k prodeji	IFRS 5
Krátkodobá aktiva	IAS 1
Hodnota dlouhodobých výrobních smluv (smluv o zhotovení)	IAS 11 – Smlouvy o zhotovení
Zásoby	
• materiál	IAS 2
• nedokončené výrobky	
• zboží	
• krátkodobá biologická aktiva v rozčlenění na zralá a nezralá	IAS 41
Nefinanční pohledávky	viz poznámku 46
• náklady příštích období	
• zaplacené zálohy	
Ceniny	
Krátkodobá finanční aktiva	IAS 32, IAS 39, IFRS 9
• krátkodobé investice držené do splatnosti („Held to Maturity“ – „HTM“)	
• krátkodobé pohledávky a poskytnuté půjčky (Loans and Receivables – „L&R“)	
• krátkodobá realizovatelná finanční aktiva (též jsou označována jako k prodeji, „Available For Sale“ – „AFS“)	
• krátkodobá finanční aktiva držená k obchodování (trading), přesněji řečeno zařazená účetní jednotkou do portfolia finančních aktiv oceňovaných fair value s dopadem do výsledku hospodaření („at Fair Value through Profit or Loss“ – „FVP(T)L“)	
• peníze v pokladně, peníze na bankovních účtech	
<i>Aktiva celkem</i>	

Vlastní kapitál	
• základní kapitál	
• rezervní fondy	
• nerozdělené zisky	
Dlouhodobé závazky	
Nefinanční závazky	
• odložený daňový závazek	IAS 12
• dlouhodobé rezervy	IAS 37
• dlouhodobé rezervy tvořené z titulu zaměstnaneckých požitků	IAS 19, IAS 26
• dlouhodobé položky výnosů příštích období	
Finanční závazky	IAS 32, IAS 39, IFRS 9
• dlouhodobé přijaté úvěry a půjčky	
• dlouhodobé závazky z titulu emitovaných dluhových cenných papírů	
Krátkodobé závazky	
Nefinanční závazky	
• rezervy krátkodobého charakteru	IAS 37
• závazky vůči státu (splatné daně)	IAS 12
• závazky vůči zaměstnancům	IAS 19
• krátkodobé položky časového výnosů příštích období	
• závazky vůči vlastníkům z titulu rozdělení zisku	
Finanční závazky	IAS 32, IAS 39, IFRS 9
• závazky z obchodního styku	
• krátkodobé přijaté půjčky a úvěry	
• krátkodobá část dlouhodobých půjček a úvěrů	
Vlastní kapitál a závazky celkem	

Příloha B: Struktura aktiv a pasiv Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč]

Položka	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA							
Dlouhodobý majetek							
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto		559 349	605 063	656 757	665 354	701 316	719 633
Oprávky a opravné položky		-275 329	-305 813	-320 574	-340 888	-371 515	-399 608
Dlouhodobý hmotný majetek, netto		284 020	299 250	336 183	324 466	329 801	320 025
Jaderné palivo, netto		7 005	8 844	9 702	10 688	10 953	12 997
Nedokončené hmotné investice, netto		71 485	78 743	73 869	90 508	85 788	88 342
Ostatní stálá aktiva							
Cenné papíry v ekvivalenci		16 927	11 292	14 383	12 999	12 277	9 239
Ostatní dlouhodobý finanční majetek, netto		52 512	51 810	38 406	25 746	36 348	40 657
Dlouhodobý nehmotný majetek, netto		15 670	16 553	21 604	20 701	20 611	20 164
Odložená daňová pohledávka		655	809	750	824	1 738	1 631
ΣDLOUHODOBÝCH AKTIV		448 274	467 301	494 897	485 932	497 516	493 055
Oběžná aktiva							
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty		22 163	22 062	17 957	25 003	20 095	13 482
Pohledávky, netto		39 627	54 732	54 763	67 485	50 864	46 003
Pohledávka z titulu daně z příjmu		1 711	678	1 798	1 065	1 618	436
Zásoby materiálu, netto		5 369	6 687	7 671	8 054	8 462	8 577
Zásoby fosilních paliv		1 800	2 657	4 032	2 552	1 481	1 554
Emisní povolenky		3 077	6 013	12 153	8 505	5 097	3 456
Ostatní finanční aktiva, netto		16 402	29 569	39 476	38 400	39 438	32 728
Ostatní oběžná aktiva		5 952	8 602	3 323	3 398	3 299	3 395
ΣOBĚŽNÝCH AKTIV		96 101	131 000	141 173	154 462	130 354	109 631
AKTIVA CELKEM		544 375	598 301	636 070	640 394	627 870	602 686

Položka	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA							
Vlastní kapitál							
Základní kapitál		53 799	53 799	53 799	53 799	53 799	53 799
Vlastní akcie		-4 619	-4 382	-4 382	-4 382	-4 382	-4 246
Nerozdělené zisky a kapitálové fondy		172 251	177 408	200 818	208 659	211 891	218 340
Nekontrolní podíly		5 621	5 365	3 984	4 690	4 543	4 262
ΣVLASTNÍHO KAPITÁLU		227 052	232 190	254 219	262 766	265 851	272 155
Dlouhodobé závazky							
Dlouhodobé dluhy bez části splatné během jednoho roku		140 040	164 685	176 106	168 196	160 852	145 575
Rezervy		36 848	37 285	42 415	43 827	57 303	60 525
Odložený daňový závazek		18 191	17 009	21 828	19 201	20 609	22 053
Ostatní dlouhodobé závazky		21 173	21 721	22 559	26 840	13 425	8 679
ΣDLOUHODOBÝCH ZÁVAZKŮ		216 252	240 700	262 908	258 064	252 189	236 832
Krátkodobé závazky							
Krátkodobé úvěry		9 618	5 500	4 784	2 716	7 608	223
Část dlouhodobých dluhů splatná během jednoho roku		14 786	19 264	12 005	28 104	15 674	11 696
Obchodní a jiné závazky		59 564	78 186	73 267	63 297	60 126	58 010
Závazek z titulu daně z příjmů		689	1 701	1 615	1 719	830	1 606
Ostatní pasiva		16 414	20 760	27 272	23 728	25 592	22 164
ΣKRÁTKODOBÝCH ZÁVAZKŮ		101 071	125 411	118 943	119 564	109 830	93 699
PASIVA CELKEM		544 375	598 301	636 070	640 394	627 870	602 686

Příloha C: Výkaz zisku a ztráty Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč]

Položka	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby z prodeje elektřiny a souvisejících služeb		175 277	181 793	186 797	189 356	173 819	182 105
Tržby z prodeje plynu, uhlí a tepla a ostatní tržby		18 179	22 125	23 710	26 053	21 626	24 569
Ostatní provozní výnosy		0	0	0	0	6 306	3 493
ΣPROVOZNÍCH VÝNOSŮ		193 456	203 918	210 507	215 409	201 751	210 167
Zisky a ztráty z derivátových obchodů s komoditami, netto		5 392	5 843	4 588	1 579	2 861	-540
Palivo		-16 946	-17 145	-15 841	-13 808	-12 686	-13 053
Nákup energie a související služby		-54 353	-65 865	-71 656	-79 030	-75 777	-90 905
Opravy a údržba		-5 465	-5 014	-5 511	-5 477	-4 991	-4 619
Odpisy		-24 060	-25 770	-27 696	-27 902	-27 705	-28 619
Opravné položky k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku včetně goodwillu		-2 826	-292	-1 184	-8 469	-8 025	-7 685
Osobní náklady		-18 717	-18 105	-18 707	-18 698	-18 852	-17 758
Materiál		-4 844	-5 478	-5 098	-5 609	-4 334	-4 062
Emisní povolenky, netto		2 148	2 895	476	-76	-1 959	-1 711
Ostatní provozní náklady		-11 823	-13 737	-12 795	-12 229	-13 337	-12 254
EBIT		61 962	61 250	57 083	45 690	36 946	28 961
Nákladové úroky z dluhů		-3 484	-4 954	-4 318	-4 565	-3 650	-2 853
Nákladové úroky z rezerv		-2 014	-2 002	-2 051	-1 802	-1 834	-1 681
Výnosové úroky		2 022	1 835	1 745	1 438	608	388
Kurzové zisky a ztráty, netto		-2 943	-566	763	1 070	-297	-811
Zisk z prodeje dceřiných a společných podniků		-121	0	0	4 750	73	0
Ostatní finanční náklady		0	0	-2 716	-1 222	-3 157	-1 110
Ostatní finanční výnosy		3 111	69	0	0	1 190	5 656
Zisky a ztráty z cenných papírů v ekvivalenci		147	-3 680	451	-953	-1 223	-1 655
ΣOSTATNÍCH NÁKLADŮ A VÝNOSŮ		-3 282	-9 298	-6 126	-1 284	-8 290	-2 066
Zisk před zdaněním		58 680	51 952	50 957	44 406	28 656	26 895
Daň z příjmu		-11 739	-11 199	-10 804	-9 199	-6 224	-6 348
Zisk po zdanění		46 941	40 753	40 153	35 207	22 432	20 547
přiraditelný na podíly akcionářů		47 051	40 756	41 429	35 886	22 403	20 739
přiraditelný na nekontrolní podíly		-110	-3	-1 276	-679	29	-192
Zisk po zdanění - očištěný		49 817	41 214	41 299	38 178	29 454	27 657

Příloha D: Výkaz cash flow Skupiny ČEZ v letech 2010-2015 [v mil. Kč]

Položka	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PROVOZNÍ ČINNOST							
Zisk před zdaněním		58 680	51 952	50 957	44 406	28 656	26 895
Úpravy o nepeněžní operace							
Odpisy		26 924	26 098	28 571	28 400	27 705	28 619
Amortizace jaderného paliva		3 705	3 225	2 787	3 065	3 356	3 416
Zisk z prodeje stálých aktiv, netto		-89	-198	-98	-5 100	-326	-562
Kurzové zisky a ztráty, netto		2 943	566	-763	-1 070	297	811
Nákladové a výnosové úroky, přijaté dividendy, netto		1 079	2 335	2 267	2 783	2 240	1 780
Změna stavu rezerv		-1 291	-63	5	-241	694	-2 374
Opravné položky k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku včetně goodwillu		528	1 005	943	5 290	6 143	7 684
Zisky a ztráty z cenných papírů v ekvivalenci		-147	3 680	-451	953	1 223	1 655
Změna stavu aktiv a pasiv							
Pohledávky		555	-15 999	793	1 975	2 348	3 614
Zásoby materiálu a fosilních paliv		650	-1 269	-2 128	905	581	-169
Pohledávky a závazky z derivátů		0	0	0	0	4 973	5 833
Ostatní oběžná aktiva		11 995	-17 480	-13 261	3 079	2 581	5 469
Obchodní a jiné závazky		-15 254	18 369	2 838	-565	1 292	-2 574
Ostatní pasiva		-201	1 164	5 479	-39	-1 195	-1 450
Peněžní prostředky vytvořené provozní činností		90 077	73 385	77 939	83 841	80 568	78 647
Zaplacená daň z příjmů		-11 944	-8 916	-11 548	-9 087	-7 538	-4 569
Placené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků		-2 618	-4 357	-4 069	-4 304	-3 677	-2 728
Přijaté úroky		1 268	876	1 978	1 408	516	416
Přijaté dividendy		382	785	312	344	806	813
Čistý peněžní tok z provozní činnosti		77 165	61 773	64 612	72 202	70 675	72 579
INVESTIČNÍ ČINNOST							
Pořízení dceřiných a společných podniků, bez nakoupených peněžních prostředků		-7 962	-927	-5 323	-962	-35	0
Pořízení dceřiných a společných podniků, bez pozbytých peněžních prostředků		-16	0	686	4 126	101	310
Nabytí stálých aktiv, vč. kapitalizovaných úroků		-63 018	-53 241	-53 518	-45 626	-35 798	-31 909
Příjmy z prodeje stálých aktiv		1 979	1 752	3 433	3 456	1 381	435
Poskytnuté půjčky		-856	-778	-543	-1 008	-33	-29
Splátky poskytnutých půjček		5 808	1 609	2 727	910	362	123
Změna stavu finančních aktiv s omezenou dostupností		-1 519	-1 291	-597	-728	-625	-500
Peněžní prostředky použité na investiční činnost		-65 584	-52 876	-53 135	-39 832	-34 647	-31 570
FINANČNÍ ČINNOST							
Čerpání úvěrů a půjček		192 551	101 624	125 247	69 044	80 769	88 301
Splátky úvěrů a půjček		-179 218	-83 530	-117 067	-74 763	-100 076	-114 363
Přírůstky ostatních dlouhodobých závazků		97	116	330	1 796	129	63
Úhrady ostatních dlouhodobých závazků		-576	-181	-306	-478	-133	-130
Dividendy zaplacené akcionářům společnosti		-28 234	-26 655	-23 995	-21 336	-21 320	-21 309
Dividendy zaplacené akcionářům nekontrolních podílů		-549	38	-4	-4	-229	-4
Prodej vlastních akcií		337	169	0	0	0	68
Nákup nekontrolních podílů		0	0	0	0	-33	0
Čistý peněžní tok z finanční činnosti		-15 592	-8 419	-15 795	-25 741	-40 893	-47 374
Vliv kurzových rozdílů na výši peněžních prostředků		-530	-602	213	419	-43	-248
Čistý úbytek peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů		-4 541	-124	-4 105	-4 908	-4 908	-6 613
Celkové zaplacené úroky		5 321	7 111	7 637	7 917	8 165	6 680

Příloha E: Přehled vydaných a dosud nesplacených dluhopisů Skupiny ČEZ

Cenný papír	Emitent	ISIN	Datum emise	Objem	Úrok	Splatnost	Podoba
7. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0384970652	17. 9. 2008	12 mld. JPY	3,005 %	2038	zaknihovaná na majitele
12. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0447067843	8. 9. 2009	8 mld. JPY	2,845 %	2039	zaknihovaná na majitele
13. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0458257796	19. 10. 2009	750 mil. EUR	5,00 %	2021	zaknihovaná na majitele
14. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0462797605	4. 11. 2009	50 mil. EUR	6M Euribor + 1,25 %	2019	zaknihovaná na majitele
19. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0502286908	16. 4. 2010	750 mil. EUR	4,875 %	2025	zaknihovaná na majitele
20. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0521158500	28. 6. 2010	750 mil. EUR	4,500 %	2020	zaknihovaná na majitele
1. emise NSV (Namensschuldschreibungen)	ČEZ, a. s.	XF0000NS9FM8	29. 11. 2010	40 mil. EUR	4,500 %	2030	globální certifikát uložený u správce emise
2. emise NSV (Namensschuldschreibungen)	ČEZ, a. s.	XF0000NS9TZ1	31. 1. 2011	40 mil. EUR	4,75 %	2023	globální certifikát uložený u správce emise
21. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0592280217	17. 2. 2011	11,5 mld. JPY	2,160 %	2023	zaknihovaná na majitele
22. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0622499787	3. 5. 2011	1,25 mld. Kč	4,600 %	2023	zaknihovaná na majitele
23. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0630397213	27. 5. 2011	339,782 mil. EUR	3,625 %	2016	zaknihovaná na majitele
24. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0635263394	21. 6. 2011	100 mil. EUR	2,15 % * Index Ratio CPI	2021	zaknihovaná na majitele
25. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0713866787	5. 12. 2011	50 mil. EUR	4,102 %	2021	zaknihovaná na majitele
3. emise NSV (Namensschuldschreibungen)	ČEZ, a. s.	XF0000B03489	2. 4. 2012	40 mil. EUR	4,7 %	2032	globální certifikát uložený u správce emise
1. emise US dluhopisů	ČEZ, a. s.	US157214AA57	3. 4. 2012	288,594 mil. USD	4,25 %	2022	zaknihovaná na majitele
2. emise US dluhopisů	ČEZ, a. s.	US157214AB31	3. 4. 2012	300 mil. USD	5,625 %	2042	zaknihovaná na majitele
26. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0814711775	8. 8. 2012	50 mil. EUR	4,375 %	2042	zaknihovaná na majitele
27. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0818793209	20. 8. 2012	50 mil. EUR	4,5 %	2047	zaknihovaná na majitele
28. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0822571799	3. 9. 2012	80 mil. EUR	4,383 %	2047	zaknihovaná na majitele
4. emise NSV (Namensschuldschreibungen) ⁽¹⁰⁾	ČEZ, a. s.	XFCA00H08349 XFCA00H08356 XFCA00H08364	10. 12. 2012	61 mil. EUR	4,27 %	2047	globální certifikát uložený u správce emise
5. emise NSV (Namensschuldschreibungen) ⁽¹¹⁾	ČEZ, a. s.	XS0920182374 XS0920710570	26. 3. 2013	30 mil. EUR	3,55 %	2038	globální certifikát uložený u správce emise
30. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS0940293763	5. 6. 2013	500 mil. EUR	3,00 %	2028	zaknihovaná na majitele
Emise garantovaných dluhopisů vyměnitelných za akcie MOL ⁽¹²⁾	CEZ MH B.V.	XS1027633434	2. 4. 2014	470,2 mil. EUR	0 %	2017	zaknihovaná na majitele
31. emise eurodluhopisů	ČEZ, a. s.	XS1144490080	27. 11. 2014	45 mil. EUR	3M Euribor + 0,35 %	2017	zaknihovaná na majitele

Příloha F: Výběrové ukazatele pro porovnání podniků ČEZ, RWE a E.ON

ČEZ	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem [v mil Eur]		21 723	23 190	25 301	23 351	22 646	22 301
Dlouhodobý majetek [v mil Eur]		17 888	18 112	19 686	17 719	17 945	18 244
Oběžná aktiva [v mil Eur]		3 835	5 078	5 615	5 632	4 702	4 057
Pasiva celkem [v mil Eur]		21 723	23 190	25 301	23 351	22 646	22 301
Vlastní kapitál [v mil Eur]		9 060	9 000	10 112	9 581	9 589	10 070
Dlouhodobé závazky [v mil Eur]		8 629	9 329	10 458	9 410	9 096	8 763
Krátkodobé závazky [v mil Eur]		4 033	4 861	4 731	4 360	3 961	3 467
EBITDA [v mil Eur]		3 543	3 386	3 414	2 990	2 615	2 409
Čistý dluh [v mil Eur]		5 369	6 054	6 428	5 706	5 311	4 856
Čistý zisk po zdanění [v mil Eur]		1 873	1 580	1 597	1 284	809	760
Čistý zisk po zdanění - očištěný [v mil Eur]		1 988	1 597	1 643	1 392	1 062	1 023
Reálná daňová sazba		20,01%	21,56%	21,20%	20,72%	21,72%	23,60%
Náklady na cizí kapitál po zdanění		3,56%	3,40%	3,25%	3,29%	3,17%	2,93%
Náklady na vlastní kapitál po zdanění		6,84%	6,83%	6,57%	6,40%	8,05%	8,12%
Beta faktor		0,78	0,78	0,77	0,77	1,06	1,06
WACC po zdanění		4,87%	4,64%	4,55%	4,47%	5,25%	5,35%
EPS [v Eur]		3,51	2,96	2,99	2,40	1,51	1,42
EPS - očištěný [v Eur]		3,72	2,99	3,08	2,61	1,99	1,92
Dividenda na akcii [v Eur]		2,11	1,94	1,79	1,46	1,44	1,48
EVA [v mil Eur]		1 086	814	722	531	-99	-172
ROCE		11,38%	10,24%	8,97%	7,13%	5,88%	4,81%

RWE	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem [v mil Eur]		93 077	92 656	88 202	81 119	86 316	79 334
Dlouhodobý majetek [v mil Eur]		60 465	63 539	63 362	56 743	54 224	51 453
Oběžná aktiva [v mil Eur]		32 612	29 117	24 840	24 376	32 092	27 881
Pasiva celkem [v mil Eur]		93 077	92 656	88 202	81 119	86 316	79 334
Vlastní kapitál [v mil Eur]		17 417	17 082	16 437	12 137	11 772	8 894
Dlouhodobé závazky [v mil Eur]		45 162	44 391	47 521	47 103	46 324	45 315
Krátkodobé závazky [v mil Eur]		30 498	31 183	24 244	21 879	28 220	25 125
EBITDA [v mil Eur]		10 256	8 460	9 314	8 762	7 131	7 017
Čistý dluh [v mil Eur]		28 964	29 948	33 015	30 666	30 972	25 126
Čistý zisk po zdanění [v mil Eur]		3 308	1 806	1 306	-2 757	1 704	-170
Čistý zisk po zdanění - očištěný [v mil Eur]		3 752	2 479	2 457	2 314	1 282	1 125
Reálná daňová sazba		30,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,23%	30,00%
Náklady na cizí kapitál po zdanění		4,20%	3,60%	3,60%	3,60%	3,63%	2,63%
Náklady na vlastní kapitál po zdanění		9,00%	8,20%	8,90%	8,90%	8,94%	9,46%
Beta faktor		0,95	0,90	1,03	1,03	1,03	1,07
WACC po zdanění		6,50%	5,75%	6,30%	6,30%	6,25%	6,00%
EPS [v Eur]		6,20	3,35	2,13	-4,49	2,77	-0,28
EPS - očištěný [v Eur]		7,03	4,60	4,00	3,76	2,09	1,83
Dividenda na akcii [v Eur]		3,50	2,00	2,00	1,00	1,00	0,00
Tržní cena akcie k 31.12. [v EUR]		50,40	28,60	31,61	25,65	25,68	10,88
P/E ratio		8,13	8,54	14,84	-5,71	9,27	-38,86
EVA [v mil Eur]		2 876	1 286	1 589	990	-277	-384
ROCE		14,4%	10,9%	12,0%	10,8%	8,4%	8,0%

E.ON	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem [v mil Eur]		152 881	152 872	140 426	132 330	125 690	113 693
Dlouhodobý majetek [v mil Eur]		106 657	102 221	96 563	95 580	83 065	73 612
Oběžná aktiva [v mil Eur]		46 224	50 651	43 863	36 750	42 625	40 081
Pasiva celkem [v mil Eur]		152 881	152 872	140 426	132 330	125 690	113 693
Vlastní kapitál [v mil Eur]		45 585	39 613	38 820	36 638	26 713	19 077
Dlouhodobé závazky [v mil Eur]		69 580	67 129	65 027	63 179	63 335	61 172
Krátkodobé závazky [v mil Eur]		37 716	46 130	36 579	32 513	35 642	33 444
EBITDA [v mil Eur]		13 346	9 293	10 771	9 191	8 376	7 557
Čistý dluh [v mil Eur]		37 701	36 520	35 845	32 218	33 394	27 714
Čistý zisk po zdanění [v mil Eur]		4 882	-2 219	2 189	2 142	-3 160	-6 999
Čistý zisk po zdanění - očištěný [v mil Eur]		5 853	-1 861	2 613	2 459	-3 130	-6 377
Reálná daňová sazba		30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Náklady na cizí kapitál po zdanění		3,70%	3,70%	3,30%	2,80%	2,80%	2,40%
Náklady na vlastní kapitál po zdanění		7,40%	8,50%	7,90%	8,10%	7,90%	7,30%
Beta faktor		0,84	1,00	1,02	1,02	0,99	0,90
WACC po zdanění		6,10%	6,10%	5,60%	5,50%	5,40%	4,90%
EPS [v Eur]		3,07	-1,16	1,13	1,12	-1,55	-3,60
EPS - očištěný [v Eur]		3,51	-1,16	1,15	1,12	-1,64	-3,60
Dividenda na akcii [v Eur]		1,50	1,00	1,10	0,60	0,50	0,50
Tržní cena akcie k 31.12. [v EUR]		23,05	17,42	14,35	13,06	14,03	8,39
P/E ratio		7,51	-15,02	12,70	11,66	-9,05	-2,33
EVA [v mil Eur]		2 864	90	2 139	1 031	640	1 251
ROCE		11,9%	8,4%	11,1%	9,2%	8,6%	9,4%

Příloha G: Vývoj měnových párů v letech 2010-2015

	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EUR/CZK		25,060	25,800	25,140	27,425	27,725	27,025
USD/CZK		18,751	19,940	19,055	19,894	22,834	24,824
PLN/CZK		6,308	5,789	6,172	6,603	6,492	6,340
BGN/CZK		12,813	13,191	12,854	14,023	14,193	13,819
RON/CZK		5,869	5,969	5,658	6,136	6,185	5,976
100JPY/CZK		23,058	25,754	22,130	18,957	19,090	20,619
TRY/CZK		12,105	10,550	10,670	9,275	8,509	9,789
100ALL/CZK		18,108	18,644	18,053	-	-	-

Příloha H: Výroba elektřiny dle zdroje [v GWh]

[v GWh]	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Jádro		27 998	28 283	30 324	30 745	30 324	26 840
Uhlí		37 325	37 508	34 319	30 812	28 534	29 090
Voda		2 333	1 895	2 102	2 672	2 152	2 214
Biomasa		495	734	931	598	646	791
Fotovoltaika		16	130	140	127	131	141
Vítr		265	629	975	1 259	1 176	1 295
Zemní plyn		1	30	40	409	160	542
Bioplyn		0	0	1	2	2	3
Celkem		68 433	69 209	68 832	66 624	63 125	60 916

Příloha I: Investiční výdaje CAPEX

CAPEX	Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Jaderné zdroje (vč. pořízení paliva)		7 814	9 118	7 633	10 063	7 758	8 894
Uhelné a paroplynové zdroje		20 473	15 884	17 469	17 190	11 853	8 426
z toho: výstavba nových kapacit		11 246	8 483	10 446	6 723	5 297	3 153
obnova a ostatní		9 227	7 401	7 023	10 466	6 556	5 272
Vodní zdroje kromě obnovitelných		128	138	238	197	228	93
Obnovitelné zdroje		13 471	6 211	7 300	589	139	256
Distribuce elektřiny		12 501	12 232	11 421	10 657	9 525	9 599
Distribuce tepla		273	491	260	476	345	197
Těžba		3 869	3 693	3 307	2 411	2 474	1 850
Informační systémy		1 049	1 275	998	1 008	895	1 361
Ostatní		2 136	2 071	1 823	995	1 195	818
Celkem		61 714	51 113	50 449	43 586	34 412	31 494