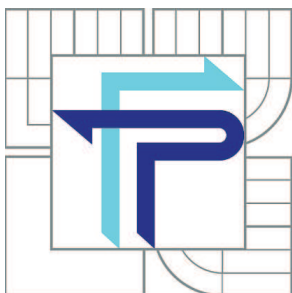


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

HODNOCENÍ FINANČNÍ SITUACE PODNIKU A NÁVRHY NA ZLEPŠENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

EVALUATION OF THE FINANCIAL SITUATION OF A COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. KAMILA HARBICHOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

doc. Ing. ALENA KOČMANOVÁ, Ph.D.

BRNO 2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Harbichová Kamila, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Hodnocení finanční situace podniku a návrhy na zlepšení výkonnosti podniku

v anglickém jazyce:

Evaluation of the Financial Situation of a Company

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

- BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. Jak posoudit finanční zdraví firmy. 3.vydání. Praha Management Press s. r. o. 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
- GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. 2.vydání. Praha Vysoká škola ekonomická, 2004. 182 s. ISBN 80-245-0684-X.
- KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. Poklady skryté v účetnictví: Díl I. Jak porozumět účetním výkazům. 4. vydání. Praha Polygon, 1997. vii. 248 s. ISBN 80-85967-47-2.
- PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 1.vydání. Praha, Linde nakladatelství s.r.o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-766.
- RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi. 1.vydání. Praha GRADA Publishing, a. s., 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2011/2012.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA
Děkan fakulty

V Brně, dne 14.05.2012

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá posouzením finančního zdraví společnosti Východočeská plynárenská, a.s. pomocí tradičních i méně známých metod finanční analýzy. Uvádí návrhy na zlepšení finanční situace společnosti na základě výsledků finanční analýzy. Obsahuje doporučení využívat konceptu ekonomické přidané hodnoty jako komplexního nástroje hodnocení finanční situace.

Abstract

The diploma thesis occupies with the evaluation of financial health of the company Východočeská plynárenská, a. s. by traditional and less famous methods of financial analysis. It presents suggestions to improvement the company's financial situation on the basis of financial analysis's results. Contains a recommendation to use the concept of economic value added as complex tool for evaluation of financial situation.

Klíčová slova

Finanční analýza, rentabilita, likvidita, zadluženost, účetní výkazy, ekonomická přidaná hodnota, náklady kapitálu, riziková přírážka

Key Words

Financial analysis, profitability, solidity, insolvency, accounting statements, economic value addend, cost of capital, risk premium

Bibliografická citace

HARBICHOVÁ, K. *Hodnocení finanční situace podniku a návrhy na zlepšení výkonnosti podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 118 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č.121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 25. května 2012

.....

Poděkování

Tímto bych chtěla poděkovat paní Doc. Ing. Aleně Kocmanové, Ph.D., vedoucí diplomové práce, za odbornou pomoc, rady a cenné připomínky, které mi pomohly k vytvoření této diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD	10
1 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE PRÁCE.....	12
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA	13
2.1 Úloha finančních ukazatelů	13
2.2 Cíl finanční analýzy	14
2.3 Zdroje informací.....	15
2.3.1 Rozvaha	17
2.3.2 Výkaz zisku a ztráty	20
2.3.3 Přehled o peněžních tocích.....	21
2.4 Zainteresované osoby	22
2.5 Metody výpočtu ukazatelů finanční analýzy.....	23
2.5.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	24
2.5.2 Analýza rozdílových ukazatelů	25
2.5.3 Analýza poměrových ukazatelů	27
2.5.4 Analýza soustav ukazatelů	41
2.5.1 Analýza hodnotových ukazatelů	47
3 VLASTNÍ ANALÝZA FINANČNÍ SITUACE A VÝKONNOSTI PODNIKU	57
3.1 Základní informace o podniku	57
3.1.1 Základní údaje o společnosti	57
3.1.2 Historie a současná situace Společnosti	59
3.2 Analýza situace v energetickém odvětví.....	62
3.2.1 Vývoj ekonomické situace v ČR.....	63
3.2.1 Vývoj spotřeby zemního plynu v ČR.....	64
3.2.2 Vývoj spotřeby plynu v regionu Východní Čechy a Vysočina	65
3.2.3 Vývoj obchodních aktivit Společnosti	67
3.3 Analýza majetkové a finanční struktury Společnosti	71
3.3.1 Horizontální a vertikální analýza majetkové situace.....	71
3.3.2 Horizontální a vertikální analýza zdrojů financování	73
3.4 Analýza výnosů, nákladů a zisku Společnosti	75
3.4.1 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát.....	77
3.5 Analýza pracovního kapitálu a likvidity	79
3.6 Analýza aktivity	81

3.7	Analýza profitability (rentability)	82
3.8	Analýza zadluženosti.....	83
3.9	Analýza ukazatelů tržní hodnoty akcií	85
3.10	Analýza dalších ukazatelů	86
3.11	Analýza důvěryhodnosti, bonity a bankrotního rizika	87
3.12	Srovnání vývoje Společnosti s odvětvím	89
3.12.1	Analýza rentability	89
3.12.2	Analýza likvidity	90
3.12.3	Analýza pracovního kapitálu.....	91
4	SHRNUTÍ.....	93
5	DOPORUČENÍ.....	96
5.1	Využití konceptu ekonomické přidané hodnoty.....	96
5.1.1	Koncept EVA a jeho použití ve Společnosti.....	96
5.1.2	Výpočet a vyhodnocení ukazatele EVA Společnosti	98
5.2	Zvýšení tržeb	102
6	ZÁVĚR.....	107
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	109
	SEZNAM TABULEK.....	111
	SEZNAM GRAFŮ	112
	SEZNAM PŘÍLOH	113

ÚVOD

Současný dynamický vývoj podnikatelského prostředí v zahraničí i v tuzemsku klade na ekonomické subjekty neustále rostoucí nároky a vyžaduje rychlé reagování na měnící se podmínky trhu. Donedávna se téměř všechny podnikatelské subjekty zaměřovaly především na dosahování vyšších než průměrných zisků.

S příchodem hospodářské krize však byly nuceni svou strategii, zejména v oblasti financí, přehodnotit. Primární cíl zachování vysoké ziskovosti provozních činností byl doplněn o další hlediska, zejména pak o hledání úspor a zvyšování efektivnosti interních procesů. Pro zajištění konkurenceschopné síly podniku bylo v období hospodářského poklesu nutné přijmout řadu opatření, vedoucích ke snížení provozních nákladů při zachování stávající kvality produktů či služeb, která se stala přijetím evropské legislativy a zvýšením odvětvové konkurence běžným standardem. V takových podmínkách se úspěšným stává podnik, který je schopen se rychle přizpůsobit měnící se situaci v odvětví. Je-li o krok napřed oproti svým konkurentům, získává prostor a čas přesvědčit zákazníky o kvalitě, a výjimečnosti svých produktů či služeb, realizuje tak obchod a nedává prostor rozvoji konkurence.

K zajištění úspěšného fungování podniku je důležité pravidelně analyzovat a vyhodnocovat finanční situaci a poskytovat tyto informace včas a v požadované kvalitě vedoucím pracovníkům, kteří na základě těchto údajů činí pro podnik a jeho další vývoj zásadní rozhodnutí.

Tato diplomová práce se zabývá analýzou finanční situace vybrané společnosti. Společnost realizuje obchodní činnost v energetickém odvětví, které stejně jako odvětví jiná, zaznamenalo v letech 2008 až 2010 velký pokles. V těchto letech reagovali zákazníci všech segmentů na nepříznivý hospodářský vývoj úspornými opatřeními. Současně došlo v energetickém odvětví k prolomení bariér a otevření trhu volné konkurenci. Tyto změny měly zásadní dopad na hospodaření podnikatelských subjektů působících na trhu s energiemi.

Praktická část práce hodnotí obchodní a finanční výsledky vybrané společnosti pomocí tradičních i méně častých měřítek finanční analýzy, které jsou podrobně rozepsány v teoretické části diplomové práce. Měřítko jsou vyhodnocena z pohledu jejich časového vývoje a některé důležité ukazatele jsou porovnány ve vztahu k vývoji odvětví. Zjištěné výsledky finanční analýzy slouží k posouzení celkové finanční situace podniku a identifikaci problematických oblastí, kterým je věnována pozornost v další části práce, v níž jsou předloženy návrhy, které by mohly vést k udržení a zlepšení situace společnosti v podmínkách vysoce konkurenčního energetického odvětví.

1 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE PRÁCE

Cílem této diplomové práce je zhodnotit celkovou finanční situaci vybrané společnosti pomocí tradičních i méně tradičních metod finanční analýzy, identifikovat problematické oblasti, a navrhnout taková opatření, která povedou po jejich realizaci ke zlepšení výkonnosti podniku a zajištění jeho dlouhodobé existence v odvětví.

V následující části práce jsou zařazena teoretická východiska, z nichž je čerpáno při zpracování analytické a návrhové části této diplomové práce. Východími jsou tradiční metody finanční analýzy, mezi něž patří horizontální a vertikální analýza účetních výkazů, analýza finanční situace pomocí poměrových ukazatelů, analýza likvidity, zadluženosti a další. Rovněž je využito pyramidového rozkladu rentability vlastního kapitálu, Altmanova bankrotního modelu a Indexu bonity a důvěryhodnosti. Jelikož je vyhodnocování celé řady finančních ukazatelů časově náročné a klade na finančního analytika i další nároky, je v této práci použito také pyramidového rozkladu ukazatele EVA, jako komplexního nástroje vhodného k posouzení finanční situace podniku. Výpočet EVA vychází z metodiky stanovené Ministerstvem průmyslu a obchodu a je rovněž podrobně popsán v teoretické rešerši.

Analytická část práce obsahuje charakteristiku analyzované společnosti, dále pak zhodnocení vývoje v příslušném odvětví a komplexní finanční analýzu společnosti včetně srovnání nejdůležitějších ukazatelů s hodnotami odvětví. Na základě těchto analýz je provedeno celkové zhodnocení situace společnosti a navrženy opatření ke zlepšení situace společnosti.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

Management potřebuje pro správná rozhodnutí o budoucí strategii získat dostatek kvalitních a komplexních informací o současné i minulé situaci podniku. Značnou část takových informací poskytují finanční ukazatele vycházející z účetních dat, která odrážejí hospodaření podniku v oblasti operativní, finanční i investiční. Rozbor účetních výkazů a příprava přehledu finančních ukazatelů včetně jejich interpretace je hlavní náplní finanční analýzy podniku. Tato analýza slouží k vyhodnocování situace podnikatelského subjektu ve finančních oblastech, kterými jsou především úroveň ziskovosti, kapitálová a majetková struktura a aktivity spojené s peněžními prostředky. Pravidelným sledováním a vyhodnocováním podává jasný přehled o finančním vývoji podniku a odhaluje nedostatky, které v konečném důsledku vedou k oslabení konkurenceschopnosti podniku v odvětví.

Zpracovatelé finanční analýzy vycházejí z výsledků minulých období, vytvářejí z nich finanční a ekonomické ukazatele a srovnávají je v čase. Důležité jsou analytické schopnosti a znalosti zpracovatele, záleží však také na tom, jakým uživatelům mají informace finanční analýzy a další hodnotové ukazatele sloužit. Jednotlivé skupiny uživatelů takových informací, které participují na dosažených výsledcích podniku, mají odlišná očekávání a podstupují různá rizika. Není tedy jednoduché zpracováním analýzy finančního zdraví podniku a sestavením přehledu tradičních ukazatelů uspokojit všechny zájmové skupiny.

2.1 Úloha finančních ukazatelů

Finanční ukazatele jsou v podnicích stanovovány dle odlišných analytických přístupů a vždy primárně hodnotí a porovnávají výsledky z minulých období. Jejich základní funkcí je informování všech zainteresovaných osob o hospodaření podniku v minulých obdobích. Zároveň plní důležitou funkci podpory při strategickém rozhodování manažerů o budoucím vývoji podnikatelského subjektu. V neposlední řadě pak finanční ukazatele mohou sloužit ke konkretizaci některých hlavních cílů podniku, kterých má být dosaženo. S tím souvisí i jejich funkce motivačního nástroje. Porovnáním skutečně

dosažených hodnot ukazatelů s cílovými ukazateli se určuje míra splnění stanového cíle a od toho je odvozeno finanční hodnocení pracovníků.

Finanční ukazatelé by měli sloužit jako podpora pro rozhodování manažerů ve snaze plnit primární cíl podniku, kterým je zvyšování výnosnosti vloženého kapitálu akcionářů a investorů. Aby mohli manažeři dělat správná rozhodnutí o budoucím vývoji v podniku, musí k tomu mít dostatek relevantních údajů, především o finanční stabilitě, likviditě a platební schopnosti podniku. Tyto informace samozřejmě zajímají také další zainteresované osoby, zejména potencionální investory, krátkodobé i dlouhodobé věřitele, stát a státní instituce. Zpracování finančních informací z disponibilních zdrojů v podniku, kterými jsou především účetní výkazy, je předmětem finanční analýzy. Finanční analýza tedy představuje důležitou část finančního řízení podniku.

2.2 Cíl finanční analýzy

Vzájemný vztah finančního řízení a účetnictví v podniku je obvykle charakterizován tak, že účetnictví poskytuje data a informace pro finanční rozhodování prostřednictvím základních finančních výkazů. Účetnictví je metodicky řízeno zákonnými právními předpisy, zejména zákonem o účetnictví¹ a českými účetními standardy² a zároveň se řídí interními pravidly a zásadami podniku. Samo o sobě nekončí účetnictví sestavením povinných účetních výkazů, ale slouží také k předávání informací. Poskytuje údaje momentálního typu (stavové veličiny k určitému datu, či veličiny tokové za určité období), které jednotlivě mají omezenou vypovídací schopnost. Výstupy účetnictví neposkytují úplný obraz o hospodaření a finanční situaci podniku a jeho silných či slabých stránkách. Finanční analýza poměří získané údaje mezi sebou navzájem a rozšiřuje tak jejich vypovídací schopnost. Umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření a majetkové a finanční situaci podniku, podle nichž je možné přijmout různá opatření, a využít tyto informace pro řízení a rozhodování. Jejím účelem je vyjádřit komplexně majetkovou a finanční situaci podniku a připravit podklady pro interní rozhodování managementu podniku. Základními požadavky kladenými na

¹ Zákon o účetnictví č. 563/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů

² Vyhláška č. 500/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů (České účetní standardy pro podnikatele)

analýzu jsou zvážení všech vzájemně spjatých vlastností hospodářského procesu a soustavnost provádění finanční analýzy. Neměla by se provádět jen jednou do roka v souvislosti se zpracováním účetním závěrky a výroční zprávy, ale měla by se stát běžnou součástí řízení každého podniku. Chceme-li postihnout vývoj hospodaření podniku v průběhu roku, musíme přitom vycházet minimálně z měsíčních účetních výkazů.³

Hlavním cílem finanční analýzy je zjistit finanční zdraví podniku a vytvořit dostatečnou datovou bázi pro plánování budoucího vývoje. Začíná určením zdrojových dat a vyhodnocením jejich důvěryhodnosti a kvality. Tyto informace jsou pak zpracovány do komplexní a srozumitelné podoby. Finanční analýza tak vytváří relevantní data pro manažerská rozhodnutí v oblasti plnění základních cílů podniku. Výstup finanční analýzy podniku však nemusí zajímat výhradně interní vedoucí pracovníky. Stejně zainteresovaní na hospodářském vývoji podniku jsou i akcionáři, krátkodobí a dlouhodobí věřitelé (obchodní partneři, banky), zaměstnanci, stát i jiné subjekty. Každý zainteresovaný subjekt bude zajímat finanční analýza z jiného pohledu, všichni však budou primárně sledovat schopnost podniku splácet závazky a generovat zisk.

2.3 Zdroje informací

Informace a údaje použité ke zpracování finančních ukazatelů při finanční analýze by měly být kvalitní, komplexní a věrohodně zachycovat všechny hospodářské operace v podniku. Důvodem je, aby zpracovatel analýzy dokázal odhalit všechny skutečnosti, které mohou zkreslit výsledek analýzy finančního zdraví podniku. Základními zdroji informací jsou nejčastěji účetní výkazy podniku dostupné ve výročních zprávách.

„Účetní výkazy poskytují informace celé řadě uživatelů a lze je rozdělit na účetní výkazy finanční (externí výkazy) a účetní výkazy vnitropodnikové. Finanční účetní výkazy poskytují informace zejména externím uživatelům, podávají přehled o stavu a struktuře majetku, zdrojích krytí, tvorbě a užití výsledku hospodaření a peněžních tocích.

³ GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2.vyd. Praha: VŠE, 2004.182 stran. ISBN 80-245-0684-X

Vnitropodnikové účetní výkazy nemají právně závaznou úpravu a vycházejí z vnitřních potřeb každé firmy. Využití vnitropodnikových informací vede ke zpřesnění výsledků finanční analýzy podniku.“⁴

Hlavní zdroje informací:

Rozvaha (Bilance)

Výkaz zisku a ztráty (Výsledovka)

Přehled o peněžních tocích (Cash-flow)

Přehled o změnách ve vlastním kapitálu, používané účetní zásady a metody oceňování

Struktura účetních výkazů Rozvahy a Výsledovky je závazně stanovena Ministerstvem financí. Jsou povinnou součástí účetní závěrky podniku, přičemž obsah účetní závěrky podniku stanovuje zákon o účetnictví. K účetním výkazům se v účetní závěrce připojuje také Příloha, která obsahuje informace o účetních zásadách, metodách a způsobech oceňování, doplňující informace k rozvaze a výsledovce a rovněž informace o peněžních tocích. Přehled o peněžních tocích (Cash-flow) nemá standardizovanou strukturu. Jeho význam a využití při hodnocení finančního zdraví podniku však v posledních letech neustále roste. Povinnosti související s účetní závěrkou podniků rozšiřuje obchodní zákoník. Zde jsou charakterizovány právní formy podnikatelských subjektů a jejich povinnosti spojené s ověřením účetní závěrky certifikovaným auditorem. Auditor jako externí nezávislý odborník posuzuje účetní závěrku ve všech souvislostech a vyjadřuje svůj odborný názor, zda účetní závěrka věrně zobrazuje majetkovou strukturu podniku, finanční zdroje a výsledky hospodaření. Sestavené výkazy účetní závěrky a výrok auditora podnik přenáší do zhotovení výroční zprávy. Zveřejněná výroční zpráva podniku je přehledným a důležitým zdrojem informací pro majitele, obchodní partnery, potenciální investory, banky, analytiky kapitálových trhů, stát a státní instituce či jiné organizace.

⁴ RŮČKOVÁ, P., *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. 120 stran. ISBN 978-80-247-1386-1

2.3.1 Rozvaha

Účetní výkaz Rozvaha zobrazuje finanční situaci podniku, udává přehled o majetkové struktuře podniku a zdrojích jejího financování. Je sestavována vždy k určitému datu, nejčastěji k poslednímu dni hospodářského roku podniku. Majetková struktura je v rozvaze vyjádřena v části aktiv a to v členění na majetek dlouhodobé povahy (doba vázanosti a využitelnosti majetku je delší než jeden rok), oběžný majetek (mění svou podobu v rámci jednoho reprodukčního cyklu vícekrát) a finanční prostředky (hotovost a stav peněžních prostředků na bankovních účtech). Zdroje financování majetku jsou v rozvaze vyjádřeny v části pasiv, v členění na zdroje vlastní a cizí. Vlastní zdroje představují vložené prostředky akcionářů, vytvořené fondy a zadržovaný zisk z předchozích let. Cizími zdroji jsou nejčastěji vypůjčené peněžní prostředky prostřednictvím dodavatelských úvěrů, bankovních úvěrů, dluhopisů apod. Podnik by se měl snažit o optimalizaci kapitálové struktury, která by odpovídala struktuře majetku v podniku. Důležitými vlastnostmi rozvahy jsou vyrovnaná bilanční suma (aktiva se rovnají pasivům) a srovnání s minulým obdobím.

Z rozvahy jsou nejčastěji získávány informace z oblasti majetkové situace podniku, zdrojích financování a finanční situace podniku. Sledováním majetkové situace podniku zjišťujeme, v jakých druzích je majetek v podniku vázán, jakým způsobem je oceněn, z jaké části je již opotřeben a jaká by měla být jeho optimální struktura. V oblasti zdrojů financování majetku sledujeme členění na vlastní a cizí zdroje a zkoumáme jejich strukturu. Analýza finanční situace podniku zodpovídá na otázku, jaký podnik dosáhl výsledku (zisk/ztrátu) a jak ho rozdělil.

Charakteristika Aktiv

Stálá aktiva

Z hlediska jejich povahy coby dlouhodobě vázaného majetku v podniku, lze konstatovat, že likvidita stálých aktiv, tedy jejich schopnost přeměny v peněžní prostředky, je delší než jeden rok. Zároveň dlouhodobý majetek v průběhu životnosti ztrácí na své hodnotě a toto opotřebení se formou odpisů dostává do nákladů podniku (přispívá ke snižování základu daně).

Oběžná aktiva

Strukturu oběžných aktiv tvoří zásoby materiálu, nedokončené výroby, polotovary výroby či hotových výrobků, dlouhodobými a krátkodobými pohledávkami a finančním majetkem (peníze, ceniny). U těchto aktiv lze předpokládat, že svou podobu přemění v peněžní prostředky do uplynutí jednoho roku, některé složky dokonce rychleji. Oběžná aktiva představují zachycení základních provozních procesů v podniku a naplnění hlavní činnosti podniku (prodej zákazníkům a inkasování peněz za prodané výrobky či služby).

Ostatní aktiva

Zachycují především zůstatky na účtech pro časové rozlišení (například předem placené nájemné, příjmy příštích období apod.).

Charakteristika Pasiv

Vlastní kapitál

Souhrnné označení pro jednotlivé složky vlastních zdrojů financování. Skládá se především ze základního kapitálu, který představuje majiteli vložené prostředky do podnikání, a fondů tvořených ze zisku společnosti. Nejdůležitějším je rezervní fond, přičemž pravidla pro jeho tvorbu upravuje obchodní zákoník, dále pak kapitálové a statutární fondy a nerozdělený zisk minulých let. Důležitou položkou vlastního kapitálu je zisk dosažený v běžném účetním období. Detailní vývoj v oblasti vlastního kapitálu je zachycen v přehledu o změnách ve vlastním kapitálu, který je součástí přílohy účetní závěrky podniku. Hodnota vlastního kapitálu je důležitá zejména pro majitele a potenciální investory, kteří na základě porovnání rentability vlastního kapitálu s náklady na vlastní kapitál se rozhodují, zda je podnik schopen generovat požadovanou míru výnosů vložených prostředků.

Cizí zdroje

Představují získané cizí prostředky k financování majetku, nejčastěji formou bankovních úvěrů a půjček, dodavatelských úvěrů či emisí dluhopisů. Patří sem také rezervy a daňové závazky. Cizí zdroje jsou členěny z časového hlediska na dlouhodobé a krátkodobé, rozhodující je okamžik, kdy mají být splaceny. Náklady na cizí kapitál představují především úroky ze zapůjčených prostředků. Je zřejmé, že krátkodobé úvěry

jsou pro podnik levnější, než úvěry dlouhodobé. Zároveň platí, že cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní. Sledování prostředků z cizích zdrojů je důležité pro posuzování kapitálové struktury⁵ podniku, dále pak pro hodnocení zadluženosti a platební schopnosti podniku.

Ostatní pasiva

Ostatní aktiva zachycují především zůstatky na účtech pro časové rozlišení (například výdaje a výnosy příštích období, kurzovní rozdíly apod.).

Slabé stránky Rozvahy⁶

Rozvaha zachycuje situaci podniku k určitému okamžiku na základě historických cen. Z toho plynou některá úskalí z hlediska vypovídací schopnosti v rozvaze obsažených informací:

- rozvaha nepodává přesnou informaci o současné hodnotě aktiv a pasiv, neboť účetní standardy pro ocenění aktiv a pasiv používají jako základ nejčastěji pořizovací hodnotu (historickou cenu), která i přesto, že je pravidelně upravována o postupné opotřebení (odpisy), nepopisuje přesně současnou hodnotu majetku. Používané metody pro odepisování majetku jsou jen nepřesnými odhady skutečného stárnutí aktiv (zejména metoda zrychleného odepisování).
- dalším problémem je fakt, že zhodnocování aktiv je podniky jen zřídka kdy bráno v úvahu.
- u některých položek v rozvaze je nutné použít odhad jejich reálné hodnoty (jedná se především o pohledávky a zohlednění opravných položek, které mají reprezentovat hodnotu nenávratnou pro podnik, dále pak o hodnotu zásob, která by měla zachytit důležité změny ve struktuře a ocenění zásob v průběhu hospodářského roku, o hodnotu cenných papírů, závazků a dalších).

⁵ Kapitálová struktura podniku zachycuje strukturu podnikového kapitálu (vlastní a cizí kapitál), z něhož jsou financována stálá aktiva a trvalá část oběžných aktiv.

⁶ BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I., *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3.vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 stran. ISBN 80-7261-145-3

- v rozvaze zcela chybí zachycení vnitřních hodnot v podniku, například zkušenosti a kvalifikace zaměstnanců, neboť je velmi problematické tyto hodnoty objektivně ocenit.

2.3.2 Výkaz zisku a ztráty

Tento účetní výkaz podává přehled o výsledku hospodaření dosaženého za určitého období a o nákladech a výnosech, které přispěly k tvorbě tohoto výsledku hospodaření. Finanční analytici v podniku i mimo něj bude v tomto výkaze zajímat právě to, jak jednotlivé položky nákladů a výnosů ovlivnili výsledek hospodaření. Obecně je známo, že náklady představují v peněžním vyjádření hodnotu, kterou musel podnik vynaložit v souvislosti se zajištěním a uskutečněním činností podniku. Výnosy pak představují hodnotu, kterou podnik za uskutečněné činnosti získal zpět. Výsledek hospodaření tedy představuje rozdíl mezi výnosy a náklady a je jedním z nejdůležitějších finančních údajů sledovaných v podniku. V určitých modifikacích je výsledek hospodaření využíván při zpracování finanční analýzy podniku.

Při zpracování výkazu zisku a ztráty je nutné dodržovat některé základní principy, zejména pak sestavování výkazu na aktuální bázi (kumulativní, nikoliv hotovostní), což lze charakterizovat tak, že jednotlivé transakce jsou zachycovány a vykazovány v období, jehož se časově i věcně týkají (kdy byly skutečně realizovány) a nikoliv podle toho, zda v témže období došlo k jejich peněžnímu vyrovnání. Dalším principem je dodržení časové shody nákladů a výnosů. Struktura výkazu zisku a ztráty je standardizována. Základní členění výkazu odpovídá charakteru činnosti, z níž je realizován určitý výsledek. Proto tedy rozlišujeme a sledujeme výsledky hospodaření v tomto členění:

- Výsledek hospodaření provozní (EBIT)
- Výsledek hospodaření z finančních operací (EBT)
- Výsledek hospodaření za běžnou činnost
- Výsledek hospodaření mimořádný
- Výsledek hospodaření za účetní období

Nejdůležitější informace z výkazu zisku a ztráty se týkají provozní činnosti podniku. Důležité informace o využívání cizích zdrojů financování a nákladů na tyto zdroje jsou uvedeny ve finanční části výkazu zisků a ztrát. Mimořádné události v podniku se pak zachycují v samostatné části tohoto výkazu.

Slabé stránky Výsledovky⁷

Výsledovka je účetní výkaz, který zobrazuje tokové veličiny. Problémem může být časový nesoulad s účtováním nákladů či výnosů a s nimi souvisejícími peněžními výdaji či příjmy. Výnosy a náklady jsou totiž v účetnictví zachycovány v období, s nímž časově i věcně souvisejí a to bez ohledu na to, zda v tomto období byly či nebyly inkasovány peněžní příjmy či vyplaceny výdaje. Dalším problémem je fakt, že ve výkazu zisku a ztráty jsou zachyceny některé náklady, které nejsou vůbec peněžním výdajem (například odpisy majetku, tvorba rezerv, amortizace goodwillu, diskont při prodeji dluhopisů apod.). Protože tedy zjištěný výsledný zisk nebo ztráta neobsahuje skutečné peněžní prostředky získané či vydané v průběhu hospodaření podniku, je nezbytné sestavit přehled o těchto peněžních tocích jako součást účetní závěrky pro doplnění důležitých chybějících údajů.

2.3.3 Přehled o peněžních tocích

„Tento výkaz srovnává bilanční formou zdroje tvorby peněžních prostředků (příjmy) s jejich užitím (výdaji) za určité období.“⁸ Zjednodušeně řečeno, tento výkaz informuje o přijatých či vyplacených peněžních prostředcích za sledované období. Pojem peněžní tok (cash-flow) lze chápat jako volné peněžní prostředky, které má podnik v určitém okamžiku k dispozici, nebo jako očekávaný budoucí pohyb peněžních prostředků v podniku za určité časové období. Podobně jako u výkazu zisku a ztráty je přehled o peněžních tocích nejčastěji členěn do tří základních oblastí: provozní činnost, investiční a finanční činnosti. Peněžní tok z provozní činnosti lze porovnat s výsledkem hospodaření z běžné činnosti a porovnáním pak určit, do jaké míry hospodářský

⁷ BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I., *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3.vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 stran. ISBN 80-7261-145-3

⁸ RŮČKOVÁ, P., *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. 120 stran. ISBN 978-80-247-1386-1

výsledek odpovídá skutečným peněžním příjmům. Oblast cash-flow z investiční činnosti zachycuje peněžní operace týkající se pořízení či prodeje dlouhodobého majetku. Operace s majetkem zachycené v rozvaze, by měly mít svůj odraz ve výsledovce i peněžních tocích. Ve finanční části přehledu o cash-flow je promítnut zejména pohyb dlouhodobých cizích zdrojů (splácení či přijímání úvěrů) a vlastního kapitálu (vyplácení dividend akcionářům, navyšování základního kapitálu apod.).

Přehled o peněžních tocích je důležitým zdrojem informací o struktuře užití finančních zdrojů podnikem a využívá se při hodnocení likvidity a platební schopnosti podniku. Na rozdíl od výsledovky není přehled o peněžních tocích zkreslen použitou metodou odepisování majetku ani časovým rozlišením. Je zpracováván na základě informací z rozvahy a výsledovky a při jeho sestavování lze použít dvě metody, přímou a nepřímou. Přímá metoda znamená zachycování peněžních příjmů a výdajů podniku za dané období. Nepřímá metoda představuje úpravu dosaženého výsledku hospodaření za účetní období o pohyby peněžních prostředků v souvislosti se změnami majetku a kapitálu.

2.4 Zainteresované osoby

Jak již bylo uvedeno v textu výše, informace o finančním zdraví podniku a jeho očekávaném vývoji zajímají celou řadu subjektů, mezi něž patří zejména vedoucí pracovníci podniku, vlastníci podniku (akcionáři), věřitelé (obchodní partneři a banky), zaměstnanci, státní orgány, zákazníci a další.

Přístup vlastníků investovaného kapitálu (akcionářů)

Vlastníky podniku zajímají především informace o likviditě a solventnosti podniku, dále také vztah zisku a cash-flow k dlouhodobým závazkům podniku a v neposlední řadě hodnota, kterou podnik vytváří svými činnostmi a přispívá ke zhodnocení investovaných prostředků vlastníky do podniku.

Přístup vedoucích pracovníků (manažerů)

Hlavním úkolem manažerů je v řadě firem zajištění růstu tržního podílu a maximalizace zisku. Důležité jsou pro tvorbu správných rozhodnutí manažerů informace o likviditě, solventnosti, rentabilitě a zadluženosti. Některé cíle manažerů však mohou být krátkodobé a nemusejí se shodovat s požadavky vlastníků podniku. Proto je vhodné pracovat s komplexními ukazatelovými systémy.

Přístup investorů a dalších věřitelů

Krátkodobé věřitele (komerční banky, dodavatelé, obchodníci) zajímá především likvidita, tedy schopnost podniku vytvářet dostatek peněžních prostředků a platit včas splatné závazky. Pro dlouhodobé věřitele je rovněž důležitá likvidita podniku, dále pak dlouhodobá solventnost podniku a stabilita peněžních toků v delším časovém horizontu.

Přístup zaměstnanců

Zaměstnanci podniku zajímá jeho budoucí strategie v oblasti personální politiky (zachování pracovních míst) a politiky odměňování. Pokud jsou pracovníci zainteresováni a motivováni při své práci podíly na zisku podniku, pak je pro ně zajímavá také rentabilita podniku jako celku či rentabilita jeho jednotlivých částí.

2.5 Metody výpočtu ukazatelů finanční analýzy

„Základem různých metod finanční analýzy jsou finanční ukazatele. Ty jsou obvykle vymezovány jako formalizované zobrazení hospodářských procesů. Finančním ukazatelem také rozumíme číselnou charakteristiku ekonomické činnosti podniku. Ukazatele přímo převzaté z účetních výkazů jsou vyjádřeny v peněžních jednotkách, ale aritmetickými operacemi můžeme získat výsledek i v jiných jednotkách (např. procentech, času). Existuje celá řada ukazatelů a také kritérií pro jejich členění. Výběr typu finančních ukazatelů závisí na tom, komu mají výsledné ukazatele sloužit zainteresovaným osobám) a z jakého důvodu je jejich výpočet vyžadován.“⁹

⁹ RŮČKOVÁ, P., *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. 120 stran. ISBN 978-80-247-1386-1

Jak již bylo uvedeno výše, zjišťování finančních ukazatelů pomáhá hodnotit finanční zdraví podniku a pomáhá vedoucím pracovníkům při jejich rozhodování ve finančních otázkách.

„Ukazatele jsou v základním členění rozděleny na absolutní, rozdílové, poměrové a speciální ekonomické ukazatele. Absolutní ukazatelé vycházejí z informací obsažených přímo v účetních výkazech a hodnotí jednotlivé položky těchto výkazů. Rozdílové ukazatelé vycházejí z údajů z rozvahy a počítají se jako rozdíl mezi určitou položkou aktiv a pasiv. Poměrové ukazatelé se počítají jako podíl dvou položek, nejčastěji čerpají údaje z rozvahy a výkazu zisku a ztrát a slouží zejména ke srovnávání poměřených údajů v čase. Mezi speciální ekonomické ukazatele řadíme elasticitu, která charakterizuje procentní změnu závislé proměnné na jednoprocenní změně nezávislé proměnné. Dalším členěním ukazatelů je rozdělení na extenzivní a intenzivní ukazatele. Extenzivní (objemové) ukazatele podávají informace o kvantitativním vývoji sledované položky. Intenzivní ukazatelé informují o intenzitě (míře) využití zdrojů. Jsou počítány jako podíl extenzivních ukazatelů.“¹⁰

2.5.1 Analýza absolutních ukazatelů

Rozbor absolutních ukazatelů vycházejících z účetních výkazů v sobě zahrnuje zejména analýzu trendů (horizontální analýza) a procentní rozbor (vertikální analýza).

2.5.1.1 Horizontální analýza

Analýza trendů se zabývá zjišťováním změn absolutních ukazatelů v časové posloupnosti. K vytvoření co nejpřesnějších odhadů trendů vývoje je třeba pracovat s dostatečnou časovou řadou ukazatelů (minimálně dvě po sobě jdoucí období), dále je nutné zajistit srovnatelnost údajů v časové řadě (změny v metodice účetnictví) a brát v úvahu prostředí, v němž firma podniká. Na základě zjištěných trendů vývoje může analytik predikovat pravděpodobný vývoj příslušných ukazatelů v budoucích obdobích.

¹⁰ GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2.vyd. Praha: VŠE, 2004.182 stran. ISBN 80-245-0684-X

Metodika výpočtu:¹¹

1. absolutní změna = ukazatel_t – ukazatel_{t-1}
2. procentní změna = (absolutní změna / ukazatel_{t-1}) * 100
3. indexy (bazické – porovnání hodnoty určitého ukazatele v určitém období s hodnotou téhož ukazatele ve zvoleném stále stejném období; řetězové - srovnání hodnot určitého ukazatele v určitém období s hodnotou téhož ukazatele v předcházejícím období).

2.5.1.2 Vertikální analýza

„Vertikální analýza je často v literatuře nazývána analýzou komponent. Zjišťuje podíl jednotlivých položek základních účetních výkazů na celkové sumě aktiv či pasiv. Tato metoda umožňuje sledovat relativní strukturu aktiv a pasiv a příspěvek jednotlivých položek na tvorbu zisku, usnadňuje porovnání účetních výkazů s předchozími obdobími. Pracuje s údaji v účetních výkazech směrem od shora dolů. Její nevýhodou je to, že změny pouze konstatuje, ale neříká co je jejich příčinou, může upozornit na oblasti, v nichž je třeba provést hlubší analýzu.“¹²

2.5.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Fondy finančních prostředků (rozdílové ukazatele) jsou zjišťovány prostým rozdílem absolutních ukazatelů. Nejčastěji sledovanými ukazateli finančních fondů jsou: čistý pracovní kapitál, čisté pohotové prostředky a čisté peněžně pohledávkové finanční fondy.

Čistý pracovní kapitál

Jedním s nejvíce sledovaným ukazatelem v současnosti je likvidita podniku, která charakterizuje platební schopnost podniku a to, jak rychle je podnik schopen přeměnit složky svého majetku v peněžní prostředky a vyrovnat splatné závazky. Jednoduchým

¹¹ GRÜN WALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2.vyd. Praha: VŠE, 2004. 182 stran. ISBN 80-245-0684-X

¹² RŮČKOVÁ, P., *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. 120 stran. ISBN 978-80-247-1386-1

měřítkem likvidity je výpočet pracovního kapitálu podniku. Pracovní kapitál představuje část oběžného majetku podniku, která je financována dlouhodobými finančními zdroji (vlastními či cizími).

$$\check{CPK} = OA - KZ \quad \text{nebo} \quad \check{CPK} = DZ + VK - SA \quad [2.1]$$

kde	OA	oběžná aktiva
	KZ	krátkodobé závazky
	DZ	dlouhodobé závazky
	VK	vlastní kapitál
	SA	dlouhodobá aktiva

Ukazatel charakterizuje krátkodobou finanční stabilitu podniku. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžném majetku by měl dosahovat 30 – 50%. Čím vyšší čistý pracovní kapitál je, tím vyšší by měla být schopnost podniku splácet své závazky. Je-li hodnota tohoto ukazatele menší než nula, pak jde o nekrytý dluh.¹³

Čisté pohotové prostředky

Tento ukazatel je počítán jako rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a okamžitě splatnými závazky, přičemž pohotovými peněžními prostředky se rozumí peníze v hotovosti a na běžných účtech, někdy se zahrnují i jejich ekvivalenty jako směnky, šeky, krátkodobé termínové vklady, krátkodobé cenné papíry. Pro externí analytiky je výpočet velmi obtížný vlivem chybějících vstupních údajů.¹⁴

$$\check{CPP} = PP - SZ \quad [2.2]$$

kde	PP	pohotové peněžní prostředky
	SZ	okamžitě splatné závazky

¹³ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

¹⁴ GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2.vyd. Praha: VŠE, 2004.182 stran. ISBN 80-245-0684-X

Čistý peněžně - pohledávkový finanční fond

Čistý peněžní majetek (peněžně pohledávkou finanční fond) je počítán stejně jako čisté pohotovové prostředky, ale navíc kromě pohotovových prostředků a jejich ekvivalentů zahrnuje do oběžných aktiv také krátkodobé pohledávky.

$$\check{CPM} = PPP - SZ \quad [2.3]$$

kde PPP pohotové peněžní prostředky + krátkodobé pohledávky
 SZ okamžitě splatné závazky

2.5.3 Analýza poměrových ukazatelů

Jedná se o analýzu intenzivních ukazatelů, která patří k nejčastěji používaným přístupům. Metoda výpočtu je jednoduchá. Jedná se o prostý podíl jednotlivých položek, případně souboru položek, z účetních výkazů jinou položkou, přičemž výběr těchto položek vždy závisí na tom, co je předmětem zkoumání. Nejčastěji se zjišťují a hodnotí ukazatelé rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity, či tržní hodnoty. Výpočtem těchto ukazatelů lze získat informace o ekonomické situaci podniku.

2.5.3.1 Ukazatelé rentability

Poměřují dosažený zisk s jinými veličinami a představují měřítko úspěšnosti podnikatelského subjektu při dosahování stanovených cílů. Nejčastěji se tímto ukazatelem zjišťuje výnosnost vložených prostředků, která udává schopnost podnik vytvářet použitím vloženého kapitálu nové zdroje. Ukazatelé rentability slouží především pro rozhodování managementu v dlouhodobém hledisku o realizaci investičních projektů. Vždy je ale třeba pracovat zároveň s ukazateli likvidity, neboť tyto dva ukazatelé spolu úzce souvisejí a při rozhodování o investicích je třeba vzít v úvahu zjištěnou schopnost podniku platit závazky.

V praxi nejvíce používané ukazatelé rentability jsou: rentabilita vloženého kapitálu, rentabilita vlastního kapitálu podniku, rentabilita celkových aktiv, rentabilita dlouhodobých zdrojů, zisková marže. Ještě před stanovením základních ukazatelů rentability je nutné vysvětlit nejdůležitější položku, která v různých modifikacích vstupuje do výpočtu všech ukazatelů rentability, tedy zisk. Podle toho, jaký zisk bude

použit při výpočtu ukazatele konkrétní rentability, bude se lišit také interpretace ukazatele. V případě, že do výpočtu vstupuje Zisk před úroky a zdaněním – EBIT (Earnings before interest and tax), kdy se jedná o položku zisku očištěnou o úroky a daně (odpovídá provoznímu výsledku hospodaření), má jeho použití význam v případě komparativní analýzy podniků, které fungují v odlišných daňových podmínkách a úrokovým zatížením. Zároveň může sloužit k odvětvovému srovnávání. Použití Zisku před zdaněním – EBT (Earnings before tax), který představuje provozní výsledek hospodaření upravený o úroky, ale zároveň ještě neupravený o daně, slouží k výpočtu ukazatelů rentability pro srovnání podniků fungujících v jiných daňových podmínkách. Bude-li do výpočtu ukazatelů rentability vstupovat Zisk po zdanění – EAT (Earnings after tax) ještě před vyplacenými dividendami akcionářům, je interpretace ukazatele jednodušší, neboť se jedná o ukazatel nezávislý na charakteru zdrojů financování.

Rentabilita vlastního kapitálu podniku – ROE (Return on Equity)

$$ROE = \frac{EAT}{VK} * 100 \quad [2.4]$$

kde EAT *výsledek hospodaření za účetní období (zisk po zdanění)*
 VK *vlastní kapitál*

Je nejpoužívanějším měřítkem výkonnosti podniku především z pohledu investorů a manažerů, udává míru zisku podniku na jednotku kapitálu vloženého vlastníky podniku. V některých společnostech představuje významný a ostře sledovaný cíl, kdy je stanovena určitá cílová hodnota tohoto ukazatele a dle skutečně dosaženého ROE jsou pak odměňováni vedoucí manažeri. Hodnota ukazatele ROE by měla být vyšší než alternativní výnos stejně rizikové investice nebo míra výnosu bezrizikové investice na kapitálovém trhu (za bezrizikové lze chápat investování do státních dluhopisů). Je-li hodnota trvale nižší než úroková míra zmíněných státních dluhopisů, či úroková sazba z vkladů garantovaná bankami, potom podnikatelská činnost není efektivní.

Rentabilita vloženého kapitálu (ROI) a rentabilita celkových aktiv (ROA)

$$ROI = \frac{EBIT}{C} * 100 \quad [2.5]$$

kde $EBIT$ zisk před úroky a zdaněním
 C celkový kapitál (vlastní a cizí)

$$ROA = \frac{EBIT}{A} * 100 \quad [2.6]$$

kde $EBIT$ zisk před úroky a zdaněním
 A aktiva celkem

Těmito ukazateli vyjadřujeme hrubou produkční sílu kapitálu či aktiv podniku (schopnost reprodukce kapitálu). Ukazatel vyjadřuje celkovou efektivnost podniku a to bez ohledu na zdroje, z nichž jsou činnosti podniku (vstupující do výpočtu v podobě dosažené úrovně kapitálu) financovány. Používá se při porovnání podniků fungujících v odlišných daňových podmínkách a úrokovém zatížení.

Rentabilita celkového kapitálu – ROCE (Return on Capital employed)

$$ROCE = \frac{EAT + U * (1 - d)}{DZ + VK} * 100 \quad [2.7]$$

kde EAT výsledek hospodaření za účetní období (zisk po zdanění)
 U nákladové úroky
 d sazba daně z příjmů
 DZ dlouhodobé cizí zdroje
 VK vlastní kapitál

„Tento ukazatel měří úroveň zhodnocení prostředků vložených do podniku dlouhodobými věřiteli a akcionáři na dosaženém zisku. Je využíván pro mezipodnikové srovnávání. V tržních ekonomikách se tento ukazatel často používá k hodnocení monopolních veřejně prospěšných podniku (např. zásobování vodou, telekomunikace apod.).“¹⁵

¹⁵ BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I., *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3.vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 stran. ISBN 80-7261-145-3

Rentabilita tržeb – ROS (Return on Sales, Zisková marže)

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby} * 100 \quad [2.8]$$

kde *EAT* *výsledek hospodaření za účetní období (zisk po zdanění)*
Tržby *tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb*

Tento ukazatel udává, kolik jednotek čistého zisku připadá na jednu jednotku tržeb. Důležitou informací je fakt, že podnik s vyšší ziskovou marží, bude mít nižší tendenci k obratovosti aktiv. Proto je důležité nahlížet na tento ukazatel společně s ukazatelem obratu aktiv. Nejčastěji je porovnáván s odvětvovým průměrem. Je-li hodnota ziskové marže nižší než tento průměr, může to ukazovat na příliš vysoké náklady na zajištění výroby, nebo relativně nízkou cenovou politiku.

V souvislosti se zjišťováním rentability tržeb je možné zmínit ještě ukazatel nákladovosti, který představuje, kolik jednotek nákladů podniku bylo vynaloženo na dosažení jedné jednotky tržeb a počítá se: $\text{nákladovost} = 1 - \text{zisková marže}$.

2.5.3.2 Ukazatelé likvidity

Likvidita podniku představuje jeho schopnost přetvářet položky svého majetku v peněžní prostředky a hradit splatné závazky. Obecně ukazatelé likvidity vyjadřují vztah mezi oběžnými aktivy podniku a jeho krátkodobými závazky. S vyšší hodnotou ukazatele likvidity klesá míra rizika platební neschopnosti podniku vzhledem k jeho věřitelům. Z tohoto vyplývá, že ukazatelé likvidity nejsou důležitým indikátorem pouze pro vedoucí manažery podniku, ale také pro krátkodobé věřitele (zejména dodavatele) a zaměstnance podniku. Existuje několik ukazatelů likvidity, které v různých modifikacích čerpají stejné údaje z účetních výkazů (zejména z rozvahy). Patří sem běžná likvidita, pohotová a okamžitá likvidita a další.

Běžná likvidita (Current ratio)

$$\text{Current ratio} = \frac{OA}{KZ} * 100 \quad [2.9]$$

kde OA oběžná aktiva
 KZ krátkodobé závazky a krátkodobé finanční výpomoci

„Tento ukazatele poměřuje položky pracovního kapitálu. Podává informaci o tom, v jakém rozsahu oběžná aktiva podniku pokrývají krátkodobé závazky vzhledem k věřitelům. Tento ukazatel je citlivý na velikost jednotlivých položek strany aktiv, na jejich dobu obratu, strukturu a likvidnost. Ukazatel běžné likvidity je také citlivý na strukturu a realistické ocenění zásob vzhledem k jejich prodejnosti a strukturu pohledávek (pohledávky po lhůtě splatnosti, nedobytné pohledávky atd. Pro hodnoty ukazatele běžné likvidity platí jako postačující hodnota v rozmezí 1,5 – 2,5, lépe však je sledovat vývoj ukazatele v čase.“¹⁶

Ukazatel pohotové likvidity (Quick ratio)

$$\text{Quick ratio} = \frac{OA - Zás}{KZ} * 100 \quad [2.10]$$

kde OA oběžná aktiva
 Zás zásoby
 KZ krátkodobé závazky a krátkodobé finanční výpomoci

Tento ukazatele zohledňuje fakt, že ne všechna krátkodobá aktiva v podniku jsou stejně likvidní (nejpomaleji likvidní složkou oběžného majetku jsou zásoby hotových výrobků, polotovarů, surovin, materiálu apod.) a tato aktiva z výpočtu vylučuje. V porovnání pohotové likvidity s ukazatelem běžné likvidity je možné identifikovat nadměrnou tvorbu zásob v případě, že ukazatel Quick ratio je výrazně nižší. Ukazatel by měl nabývat hodnot v rozmezí 1 – 1,5, ideálně pak poměru 1:1. Kladná hodnota ukazatele bude příznivá pro věřitele, avšak méně příznivá pro vedení podniku a vlastníky.

¹⁶ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

Ukazatel okamžité likvidity (Cash ratio)

$$\text{Cash ratio} = \frac{PP + CP}{KZ} * 100 \quad [2.11]$$

kde	PP	peníze a peněžní ekvivalenty
	CP	obchodovatelné cenné papíry
	KZ	krátkodobé závazky, krátkodobé úvěry a finanční výpomoci

Je třetím a nejpřísnějším ukazatelem likvidity. Tento ukazatel ve výpočtu zohledňuje i nižší likvidnost pohledávek v podniku a z výpočtu je vylučuje, neboť jejich přeměna v likvidní prostředky probíhá s určitým časovým zpožděním. Ukazatel počítá pouze s hotovostními a bezhotovostními peněžními prostředky a obchodovatelnými cennými papíry, u nichž je časové zpoždění v tržní ekonomice minimální. Pro tento ukazatel platí obecné doporučení v rozmezí 0,6 – 1. „Pro efektivní využívání finančních prostředků se však doporučuje držet hodnoty ukazatele v intervalu 0,2 – 0,5. Pokud je v podniku mnoho prostředků umrtveno v zásobách, pohledávkách či krátkodobém finančním majetku, snižuje se výnosnost podniku.“¹⁷

2.5.3.3 Ukazatelé aktivity

Zjišťování aktivity podniku znamená v podstatě zkoumání toho, jak účinně a intenzivně podnik při své podnikatelské činnosti využívá svoje aktiva. Nejčastěji se ukazatelé aktivity počítají v podobě rychlosti obratu kapitálu (představuje, kolikrát se určitá veličina přemění do jiné za určité období) nebo dobu obratu (představuje délku období ve dnech nutného pro uskutečnění jednoho obratu veličiny).

Obrat celkových aktiv (Total assets turnover ratio)

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{A} \quad [2.12]$$

kde	Tržby	tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb
	A	aktiva celkem

¹⁷ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

Tento ukazatel má úzkou vazbu na ukazatele rentability, představuje vázanost celkového kapitálu v podniku. Je součástí pyramidového rozkladu rentability vlastního kapitálu. Minimální doporučená hodnota tohoto ukazatele je 1, avšak závisí také na odvětví. Obecně platí, čím vyšší je obrat aktiv, tím lépe. Nízká hodnota může znamenat neúměrnou majetkovou vybavenost podniku a jeho neefektivní využívání.¹⁸

Ukazatel obratu celkových aktiv lze rozdělit na obrat jednotlivých složek aktiv, například stálých nebo oběžných aktiv. V rámci stálých aktiv lze vypočítat a sledovat ukazatel obratu dlouhodobého hmotného majetku, který vypovídá o tom, s jakou intenzitou a efektivností podnik využívá budovy, stroje a zařízení ve svém majetku.

$$\text{Obrat DHM} = \frac{\text{Tržby}}{\text{DHM v ZC}} \quad [2.13]$$

kde Tržby tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb
 DHM dlouhodobý hmotný majetek v zůstatkové ceně

V rámci oběžných aktiv jsou nejčastěji sledovány ukazatelé obratu zásob, obratu pohledávek, obratu finančního majetku a obratu pracovního kapitálu.

Obrat zásob (Inventory turnover), doba obratu zásob

$$\text{Obrat Zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}} \quad [2.14]$$

kde Tržby tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb
 Zásoby průměrný stav zásob

„Slabou stránkou ukazatele je především to, že tržby odráží tržní hodnotu, zásoby pak nákladové nebo historické ceny a dále pak to, že podle principu výsledovky je hodnota tržeb akumulována během celého účetního období nebo definovaného analyzovaného období a hodnota zásob je dána okamžitým stavem k analyzovanému datu. Tento problém rozdílné podstaty dat je možné řešit použitím průměrného stavu zásob za analyzované období. Obrat zásob lze rozkládat na jednotlivé složky zásob, pak je třeba

¹⁸ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

ale vztahovat příslušnou položku zásob k příslušným spotřebním nákladům.“¹⁹ Dalším sledovaným ukazatelem u zásob je jejich doba obratu, která představuje míru intenzity využití zásob a udává ve dnech, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob v podniku.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby} / 365} \quad [2.15]$$

kde Tržby tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb
 Zásoby průměrný stav zásob

Snižování doby obratu zásob a zvyšování obratu zásob může znamenat, že podnik se svými zásobami pracuje a využívá je efektivněji. Platí to za dodržení určitých podmínek (dostatek zásob materiálu pro zajištění plynulé výroby a dostatek zásob výrobků pro včasné uspokojení poptávky zákazníků). Doba obratu zásob je optimální jsou-li náklady na hospodaření s nimi minimální.

Obrat pohledávek (Accounts receivable turnover), doba obratu pohledávek

$$\text{Obrat pohledávek} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Pohledávky}} \quad [2.16]$$

kde Tržby tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb
 Pohledávky pohledávky krátkodobé i dlouhodobé

Ukazatel udává počet obrátek za období, tj. jak rychle je možné pohledávky transformovat v peněžní prostředky. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím rychleji podnik inkasuje své pohledávky a může získanou hotovost použít k dalším nákupům nebo jiným investicím.

$$\text{Doba splacení pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Tržby} / 365} \quad [2.17]$$

kde Tržby tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb
 Pohledávky pohledávky z obchodních vztahů (krátkodobé i dlouhodobé)

¹⁹ GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2.vyd. Praha: VŠE, 2004.182 stran. ISBN 80-245-0684-X

Stanovuje průměrný počet dní, během nichž zůstávají odběratelé dlužní (doba, která v průměru uplyne mezi prodejem na obchodní úvěr a inkasem peněz od zákazníků). Čím vyšší je tento ukazatel, tím delší je doba poskytovaného obchodního úvěru, což zvyšuje pro společnost riziko dočasné ztráty likvidity, případně vyvolává potřebu použít překlenovací bankovní úvěr a zvyšuje náklady podniku. Hodnotu ukazatele je dobré srovnávat s dobou splatnosti faktur či odvětvovým průměrem.

$$\text{Doba splacení závazku} = \frac{\text{Závazky}}{\text{Tržby} / 365} \quad [2.18]$$

kde Tržby tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb
 Závazky závazky z obchodních vztahů

Ukazatel doby obratu závazků by měl dosáhnout přinejmenším hodnoty ukazatele doby obratu pohledávek. Srovnáním těchto dvou ukazatelů můžeme zjistit, jaké hrozí podniku riziko vzniku platební neschopnosti vlivem nesouladu mezi dnem přijetí peněžních prostředků od svých odběratelů za prodané výrobky, zboží a služby a dnem povinnosti hradit závazek svým věřitelům.²⁰

$$\text{Doba obratu fin. majetku} = \frac{\text{Fin. majetek}}{\text{Tržby} / 365} \quad [2.19]$$

kde Tržby tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb
 Fin. majetek krátkodobý finanční majetek (peníze, bankovní účty, úvěry, finanční výpomoci)

Ukazatel pro hodnocení přiměřenosti objemu finančního majetku podniku, udává ve dnech, kolik z tržeb zůstává v hotovostních a bezhotovostních penězích.

2.5.3.4 Ukazatelé zadluženosti

Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činnosti cizí zdroje. Používání cizích zdrojů ovlivňuje jak výnosnost kapitálu, tak riziko. V praxi nepřichází v úvahu, aby podnik financoval veškerá svá aktiva z kapitálu vlastního, anebo naopak jen z kapitálu cizího. Použití pouze vlastního kapitálu by znamenalo snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu. Na druhé straně financování

²⁰ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

jen z cizího kapitálu by bylo spojeno s obtížemi při jeho získávání. Na financování podnikových aktiv se proto v určité míře podílí jak vlastní kapitál, tak i kapitál cizí. Podnik používá cizí kapitál s tím, že výnos, který se jím získá a rovněž výnosnost celkového vloženého kapitálu bude vyšší, než jsou náklady spojené s jeho použitím, tj. úrok placený z cizího kapitálu. K hodnocení finanční struktury se používá několik ukazatelů zadluženosti, které jsou odvozeny z rozvahy, vycházejí z rozboru vzájemných vztahů mezi položkami závazků, vlastního jmění a celkového kapitálu

Ukazatel věřitelského rizika (Debt ratio)

$$Debt\ ratio = \frac{Cizí\ zdroje}{Aktiva} \quad [2.20]$$

kde $\frac{Cizí\ zdroje}{Aktiva}$ $\frac{krátkodobé\ i\ dlouhodobé\ závazky}{aktiva\ celkem}$

Doporučená výše ukazatele je okolo 30 – 60% v závislosti na odvětví. Čím vyšší hodnota ukazatele je, tím vyšší je i riziko pro věřitele. Důležité je posuzovat tento ukazatel v souvislosti s celkovou výnosností podniku a strukturou cizího kapitálu. Vysoká hodnota ukazatele může být pro kmenové akcionáře akceptovatelná jen tehdy, pokud dosažená profitabilita podniku je vyšší než procento úroků placených z vypůjčených zdrojů.

Ukazatel samofinancování (Equity ratio)

$$Equity\ ratio = \frac{VK}{Aktiva} \quad [2.21]$$

kde $\frac{VK}{Aktiva}$ $\frac{vlastní\ kapitál}{aktiva\ celkem}$

Tento ukazatel vyjadřuje výši aktiv podniku, která je financována prostředky akcionářů vloženými do podniku. Představuje doplňkový ukazatel k předchozímu ukazateli věřitelského rizika. Jejich součet by se měl blížit 1.

Ukazatel zadluženosti (Debt Equity ratio)

$$\text{Debt equity ratio} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{VK}} \quad [2.22]$$

kde Cizí zdroje krátkodobé i dlouhodobé závazky
VK vlastní kapitál

Ukazatel míry zadluženosti podniku je užíván k měření finančního rizika. Obvykle se doporučuje proporce cizích a vlastních zdrojů v poměru 1:1. Z pohledu zohlednění finančního rizika se však za základní, tzv. bezpečnou míru zadlužení bere 40% cizího kapitálu v poměru k vlastnímu kapitálu. „Někdy je nazýván „finanční pákou.“ Je-li výnosnost vloženého kapitálu vyšší než úroky (cena za použití cizích zdrojů), působí finanční páka pozitivně a zvýšení míry zadluženosti přispívá ke zvyšování rentability vlastního kapitálu. V opačném případě, kdy je cena cizího kapitálu (úroková sazba) vyšší, než míra výnosnosti vlastního kapitálu, hovoříme o negativním působení finanční páky a další zadlužování by ohrozilo finanční situaci podniku.“²¹

Ukazatel úrokového krytí

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákl. úroky}} \quad [2.23]$$

kde EBIT zisk před úroky a zdaněním
nákl. úroky náklady z titulu vyplacených úroků z vypůjčeného kapitálu

Úrokové krytí informuje podnik o tom, zda je pro něj dluhové zatížení ještě finančně únosné. „Udává schopnost společnosti krýt z výsledku hospodaření očištěného o úroky a daně náklady na vypůjčení cizího kapitálu (tj. úroky). Představuje bezpečnostní polštář pro věřitele podniku. V zahraničí jsou za doporučené hodnoty označovány hodnoty dosahující trojnásobku i více, a to z toho důvodu, že po zaplacení úroků z dluhového financování by měl zůstat ještě dostatečný efekt pro akcionáře.“²²

²¹ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

²² RŮČKOVÁ, P., *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. 120 stran. ISBN 978-80-247-1386-1

Maximální úroková míra

$$\text{Max. úroková míra} = \frac{EBIT}{VJ + BU + DLU} \quad [2.24]$$

kde	EBIT	zisk před úroky a zdaněním
	VK	vlastní kapitál
	BU	bankovní a jiné úvěry
	DLU	dluhopisy (emitované CP podniku se závazkem vyplatit sjednanou odměnu)

Určuje možnosti podniku zadlužení se. Ve srovnání s rentabilitou aktiv (hrubou produkční silou) podniku, získáme informace o podmínkách zadlužení podniku. Je-li rentabilita vyšší než maximální úroková míra, existuje v podniku prostor, pro další zadlužování. Je-li však situace opačná, měl by management další zadlužování podniku zamítnout a neriskovat případnou ztrátu platební schopnosti.

2.5.3.5 Ukazatelé tržní hodnoty

Hodnotí činnosti společností z hlediska zájmů současných a budoucích akcionářů. Ukazatele využívají skuteční i potenciální investoři – akcionáři a dále všichni, kteří se dostávají do styku s burzovními obchody. Jejich primárním zájmem přitom je, zda podnik zajišťuje přiměřenou návratnost jimi vloženého kapitálu.

Účetní hodnota akcií

$$\text{ÚH akcií} = \frac{VK}{\text{akcie (ks)}} \quad [2.25]$$

kde	VK	vlastní kapitál
	akcie (ks)	počet kusů emitovaných akcií podniku

Je-li podnik finančně zdravý, pak by tento ukazatel měl vykazovat rostoucí tendenci v čase. Ukazatel vyjadřuje dosaženou výkonnost podniku v uplynulých obdobích.

Čistý zisk na jednu akcii – EPS (Earnings per share)

$$EPS = \frac{EAT}{akcie \ (ks)} \quad [2.26]$$

kde EAT *výsledek hospodaření za účetní období (čistý zisk k rozdělení)*
 $akcie \ (ks)$ *počet kusů emitovaných akcií podniku*

Čistý zisk na akcii podává informace akcionářům o velikosti dosaženého zisku připadajícího na jednu kmenovou akcii, který by mohl být případně vyplacen na dividendách (ukazatele rozděluje čistý zisk po zdanění a vyplacení přednostních dividend). Nedostatek tohoto ukazatele spočívá v tom, že nevypovídá nic o velikosti vyplacené dividendy na kmenovou akcii. Dalším problémem je, že vykázaný čistý zisk ovlivňuje přijatá účetní politika společnosti a že tato skutečnost způsobuje obtížnost vzájemného srovnání podniků.

Poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii – P/E (Price/Earnings ratio)

$$P / E \ ratio = \frac{Tržní \ cena \ akcie}{EPS} \quad [2.27]$$

kde $Tržní \ cena$ *tržní cena akcií obchodovaných na burze cenných papírů*
 EPS *čistý zisk na jednu akcii*

„Tento ukazatel vypovídá na jedné straně o době návratnosti investice, na druhé straně o rentabilitě. Využívá se také jako indikátor tržní hodnoty podniku. Jeho hodnota udává, kolik jsou investoři ochotni zaplatit za jednotku zisku. U většiny investorů je kromě dividend rozhodujícím momentem i pozitivní očekávání růstu tržní ceny akcií společnosti a z toho plynoucí kapitálový výnos. Vysoký poměr P/E signalizuje relativně nízké investiční riziko či očekávaný velký růst dividend.“²³

²³ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

Poměr tržní ceny akcie k její účetní hodnotě – M/B (Market-to-book ratio)

$$M / B \text{ ratio} = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{ÚH akcií}} \quad [2.28]$$

kde *Tržní cena* *tržní cena akcií obchodovaných na burze cenných papírů*
 EPS *čistý zisk na jednu akcii*

Je-li hodnota ukazatele vyšší než jedna, pak tržní hodnota podniku je vyšší, než je ocenění vlastního kapitálu v rozvaze. V opačném případě, je-li hodnota ukazatele nižší než jedna, pak potenciální reprodukční schopnost podnikových aktiv není dostatečná vzhledem k objemu akciového kapitálu.

Dividenda na akcii – DPS (Dividend per share)

$$DPS = \frac{\text{Dividendy}}{\text{akcie (ks)}} \quad [2.29]$$

kde *Dividendy* *úhrn ročních dividend z kmenových akcií*
 akcie (ks) *počet kusů emitovaných kmenových akcií podniku*

Obecně se management společnosti snaží zachovat stálé dividendy nebo zabezpečit jejich přiměřený růst. Dividendová politika společnosti, tedy rozhodování o jejich výši, patří mezi zásadní rozhodnutí strategického charakteru.

Dividendový výnos (Dividend yield)

$$\text{Dividend yield} = \frac{DPS}{\text{Tržní cena akcie}} \quad [2.30]$$

kde *DPS* *dividenda na akcii*
 Tržní cena *tržní cena akcií obchodovaných na burze cenných papírů*

Je pro investory hlavních motivací k držbě či prodeji cenných papírů podniku. V čase se hodnota může měnit i v případě, že částky vyplácených dividend zůstávají v průběhu let stejné, což je způsobeno kolísáním tržní ceny akcií.

Procento dividendové výplaty – DPS/EPS

$$\% \text{ dividendové výplaty} = \frac{DPS}{EPS} \quad [2.31]$$

kde DPS *dividenda na akcii*
 EPS *čistý zisk na akcii*

Někdy v literatuře nazváno jako výplatní poměr. Tento ukazatel vyjadřuje poměr dividendy na akcii a čistého zisku na akcii. Vypovídá o dividendové politice podniku a informuje o části zisku, která je vyplácena v dividendách akcionářům. Jelikož je část zisku vyplácena akcionářům v podobě dividend, část zisku však podnik zadržuje jako budoucí zdroj financování. Proto tedy v delším období budou dividendy na akcii menší než zisk na akcii.

Aktivační poměr

$$\text{Aktivacní } p. = 1 - \frac{\text{Dividenda}}{EPS} \quad [2.32]$$

kde $Dividenda$ *úhrn vyplacených dividend*
 EPS *čistý zisk na akcii*

Udává proporci zisku, který byl reinvestován zpět do podniku. Pokud se podíl reinvestovaného zisku vynásobí rentabilitou vlastního kapitálu (ROE), lze zjistit míru růstu investovaného kapitálu akcionářů v důsledku reinvestovaného zisku. Vzorec zároveň představuje možnost, jak stanovit **tempo růstu dividendy (g)**.

$$g = ROE * (1 - \text{Aktivacní } p.) \quad [2.33]$$

2.5.4 Analýza soustav ukazatelů

2.5.4.1 Pyramidová soustava ukazatelů

Vychází z vrcholového ukazatele rentability vlastního kapitálu, který lze rozložit na řadu dalších ukazatelů. Záleží na způsobu konstrukce rozkladu. Jeho použití usnadňuje a zpřehledňuje pohled na finanční zdraví podniku. Rozkladem ukazatele v tabulce jsou zachyceny hlavní vazby mezi likviditou, finanční strukturou a rentabilitou. Nejznámějším rozkladem je Du-Pont diagram.

Základem je rovnice:

$$ROE = \frac{\check{C}Z}{VK} = \left(\frac{\check{C}Z}{A} * \frac{A}{VK} \right) = \left(\frac{\check{C}Z}{T} * \frac{T}{A} * \frac{A}{VK} \right) \quad [2.34]$$

<i>kde</i>	$\check{C}Z$	<i>čistý zisk (zisk po zdanění)</i>
	VK	<i>vlastní kapitál</i>
	A	<i>celková aktiva</i>
	T	<i>tržby</i>

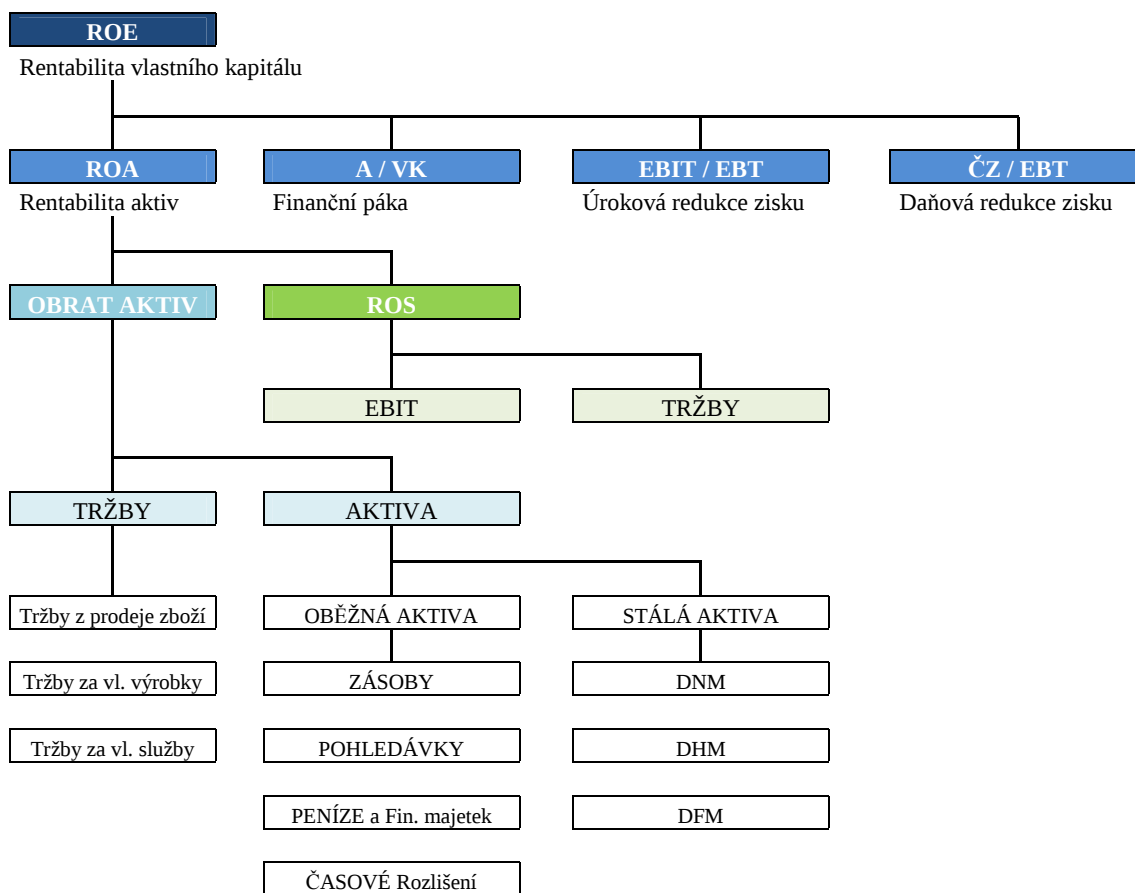
která představuje rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu (ROE) na tři části:

- ziskovou marži ($\check{C}Z / T$)
- obrat aktiv (T / A)
- finanční páka (A / VK)

Poměr aktiv k vlastnímu kapitálu představuje „pákový efekt,“ tedy převrácenou hodnotu k Equity ratio. Z tohoto ukazatele vyplývá, že bude-li se podnik více zadlužovat vypůjčováním cizího kapitálu, může za určitých okolností (bude-li generovat dostatečný zisk, který pokryje vyšší náklady na vypůjčený cizí kapitál) zvýšit svou rentabilitu vlastního kapitálu.

Tento rozklad poskytuje pohled na finanční sílu podniku i vztah mezi jednotlivými složkami financování. Z rozkladu rovnice je zřejmé, že by se podnik měl zaměřit na zvyšování ziskovosti, zrychlení obratu aktiv a případně změnou struktury zdrojů financování (přesun kapitálu ve prospěch vyššího zadlužení).

Tab. 1: Du-pontův rozklad ROE



Zdroj: vlastní zpracování

2.5.4.2 Ukazatelové systémy pro predikci insolvence

Altmanovo „Z skóre“²⁴

E. I. Altman použil přímou statistickou metodu (tzv. diskriminační analýzu), která je schopna odhadnout váhy pro jednotlivé poměrové ukazatele sestavené do ukazatele důvěryhodnosti podniku. Původně test obsahoval 22 nezávislých ukazatelů, později byl redukován na 5. Jsou známy dvě rovnice důvěryhodnosti, model pro veřejně obchodovatelné akciové podniky z roku 1968 a model pro společnosti neobchodované na veřejných trzích z roku 1983.

²⁴ GRÜN WALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2.vyd. Praha: VŠE, 2004.182 stran. ISBN 80-245-0684-X

Základní rovnice (r. 1968):

$$Z\text{-skóre} = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5 \quad [2.35]$$

<i>kde</i>	x_1	<i>čistý pracovní kapitál / celková aktiva</i>
	x_2	<i>nerozdělené zisky / celková aktiva</i>
	x_3	<i>EBIT / celková aktiva</i>
	x_4	<i>tržní hodnota vlastního kapitálu / cizí zdroje</i>
	x_5	<i>tržby / celková aktiva</i>

Koeficient Z-skóre určuje finanční sílu podniku. Obvykle se uvádí, že pokud je tento koeficient větší nebo roven 2,99 - analyzovaná společnost je považována za finančně silnou. Pohybuje-li se hodnota koeficientu v intervalu od 1,81 do 2,99 - lze firmu považovat za částečně finančně narušenou (zařazujeme do tzv. šedé zóny). Je-li koeficient menší než 1,81 - analyzovaná společnost má finanční potíže (je kandidátem na bankrot).

Modifikovaná rovnice (r. 1983):

$$Z\text{-skóre} = 0,717x_1 + 0,847x_2 + 3,107x_3 + 0,420x_4 + 0,998x_5 \quad [2.36]$$

<i>kde</i>	x_1	<i>čistý pracovní kapitál / celková aktiva</i>
	x_2	<i>nerozdělené zisky / celková aktiva</i>
	x_3	<i>EBIT / celková aktiva</i>
	x_4	<i>účetní hodnota vlastního kapitálu / cizí zdroje</i>
	x_5	<i>tržby / celková aktiva</i>

Je-li tento koeficient větší nebo roven 2,9 - analyzovaná společnost je finančně silná. Pohybuje-li se hodnota koeficientu v intervalu od 1,2 do 2,9 - znamená to, že společnost má určité finanční potíže a nejistý budoucí vývoj. Je-li koeficient menší než 1,2 – společnost je přímým kandidátem na bankrot.

Indexy IN²⁵

Index důvěryhodnosti „IN95“

Model IN95 představuje syntetický pohled na finanční situaci podniků v podmínkách ČR. Byl vypracován v roce 1995 na základě statistického zpracování účetních výkazů a finančních analýz u cca 1900 českých podniků. Jeho snahou je najít postup, který by umožnil odhad posouzení finančního rizika českých podniků z pohledu světových ratingových agentur a signalizoval případné ohrožení podniku bankrotem. Tento ukazatel je schopen využít vstupů z českých účetních výkazů a navíc zahrnout zvláštnosti ekonomické situace v ČR.

Je dán obecnou rovnicí:

$$IN95 = v1 * \frac{A}{CZ} + v2 * \frac{EBIT}{U} + v3 * \frac{EBIT}{A} + v4 * \frac{V}{A} + v5 * \frac{OA}{(KZ + KBU)} - v6 * \frac{ZPL}{T} \quad [2.37]$$

Model indexu s váhami pro ekonomiku ČR:

$$IN95 = 0,22 * \frac{A}{CZ} + 0,11 * \frac{EBIT}{U} + 8,33 * \frac{EBIT}{A} + 0,52 * \frac{V}{A} + 0,10 * \frac{OA}{(KZ + KBU)} - 16,80 * \frac{ZPL}{T}$$

<i>kde</i>	<i>A</i>	<i>celková aktiva</i>
	<i>CZ</i>	<i>cizí zdroje</i>
	<i>EBIT</i>	<i>zisk pře úroky a zdaněním</i>
	<i>U</i>	<i>nákladové úroky</i>
	<i>T</i>	<i>tržby</i>
	<i>V</i>	<i>výnosy</i>
	<i>OA</i>	<i>oběžná aktiva</i>
	<i>KZ+KBU</i>	<i>krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry</i>
	<i>ZPL</i>	<i>závazky po lhůtě splatnosti</i>
	<i>v1 - v6</i>	<i>váhy (koeficienty)</i>

Hodnoty vah jsou konstruovány pro průmysl celkem i pro jednotlivá odvětví ekonomiky (OKEČ²⁶) a představují podíl významnosti ukazatele na hodnotě kritéria. Váhy v1, v3, v4 a v6 jsou pro jednotlivá odvětví rozdílná, naproti tomu koeficienty v2 a v5 jsou pro

²⁵ Modely (indexy) IN byly vytvořeny a průběžně aktualizovány manžely Neumaierovými z VŠE Praha ve spolupráci s Ministerstvem průmyslu a obchodu

²⁶ Odvětvová klasifikace ekonomických činností (nyní CZ NACE)

všechna odvětví stejná a jejich hodnoty jsou 0,11 a 0,10. Vyhodnocení indexu je shrnuto v tabulce 2.

Tab. 2: Vyhodnocení modelu IN95

		IN95	>	2	Podnik finančně silný, bez finančních problémů
1	=<	IN95	=<	2	Šedá zóna - nelze určit
		IN95	<	1	Podnik není dostatečně finančně silný, má problémy

Zdroj: vlastní zpracování z dostupné literatury

Index bonity „IN99“

Model IN99 je vhodné použít v případě, kdy jsou problémy v podniku s vyčíslením alternativního nákladu na vlastní kapitál. Vyhodnocení indexu je shrnuto v tabulce 3.

Je dán rovnicí:

$$IN99 = -0,017 * \frac{A}{CZ} + 4,573 * \frac{EBIT}{A} + 0,481 * \frac{V}{A} + 0,015 * \frac{OA}{(KZ + KBU)} \quad [2.38]$$

<i>kde</i>	<i>A</i>	<i>celková aktiva</i>
	<i>CZ</i>	<i>cizí zdroje</i>
	<i>EBIT</i>	<i>zisk před úroky a zdaněním</i>
	<i>OA</i>	<i>oběžná aktiva</i>
	<i>KZ+KBU</i>	<i>krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry</i>
	<i>V</i>	<i>výnosy</i>

Tab. 3: Vyhodnocení modelu IN99

		IN99	>	2,070	Podnik tvoří hodnotu pro vlastníky
1,420	=<	IN99	=<	2,070	Podnik spíše tvoří hodnotu pro vlastníky
1,089	=<	IN99	<	1,420	Šedá zóna - nelze určit
0,684	=<	IN99	<	1,089	Podnik spíše netvoří hodnotu pro vlastníky
		IN99	<	0,684	Podnik netvoří hodnotu pro vlastníky

Zdroj: vlastní zpracování z dostupné literatury

Index „IN01“

Tento model spojuje východiska dvou předchozích modelů IN95 a IN99. Vyhodnocení indexu je shrnuto v tabulce 4.

Je dán rovnicí:

$$IN01 = 0,13 * \frac{A}{CZ} + 0,04 * \frac{EBIT}{U} + 3,92 * \frac{EBIT}{A} + 0,21 * \frac{V}{A} + 0,09 * \frac{OA}{(KZ + KBU)} \quad [2.39]$$

<i>kde</i>	<i>A</i>	<i>celková aktiva</i>
	<i>CZ</i>	<i>cizí zdroje</i>
	<i>EBIT</i>	<i>zisk před úroky a zdaněním</i>
	<i>U</i>	<i>nákladové úroky</i>
	<i>OA</i>	<i>oběžná aktiva</i>
	<i>KZ+KBU</i>	<i>krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry</i>
	<i>V</i>	<i>výnosy</i>

Tab. 4: Vyhodnocení modelu IN01

	IN01	>	1,77	Podnik je finančně silný a tvoří hodnotu	
0,75	<	IN01	<	1,77	Šedá zóna - nelze určit
	IN01	<	0,75	Podnik má finanční problémy, netvoří hodnotu	

Zdroj: vlastní zpracování z dostupné literatury

2.5.1 Analýza hodnotových ukazatelů

Měření výkonnosti podniku tradičními finančními ukazateli, popsány výše může představovat určité riziko pro budoucí vývoj podniku. Účetní metody, na jejichž základě jsou sestavovány účetní výkazy, které jsou datovou základnou pro výpočet tradičních měřítek finančního zdraví podniku, nezobrazují tržní zhodnocení vložených prostředků do podniku, ale často jsou vytvořeny pro jiné účely (zejména pro daňovou optimalizaci). Sestavené ukazatelové systémy tak nemusejí zcela přesně odrážet realitu a mohou vést k určitému zkreslení celkové situace podniku. Jsou-li na základě takto zkreslených výsledků přijata rozhodnutí s dopadem zejména na kapitálovou a majetkovou strukturu podniku, může se podnik časem ocitnout ve finančních problémech.

Pro vedoucí pracovníky je často hlavním cílem vést podnik a jednotlivé jeho části (divize, střediska apod.) k dosahování maximálního zisku. Naproti tomu pro vlastníky podniku (investory) je hlavním požadavkem zajištění dlouhodobého růstu hodnoty investovaného kapitálu, který v případě prodeje jejich podílu v podniku bude představovat maximální zhodnocení vložených prostředků (tj. tržní hodnoty podniku jako celku či akcií). Řekli bychom, že vedoucí pracovníci by měli plně zastupovat a realizovat požadavky a cíle vlastníků podniku. Tedy v ideálním případě by měla být shoda mezi tím, o co usilují vlastníci kapitálu a o co svou činností a rozhodnutími usilují vedoucí pracovníci. V praxi tomu ale často tak není. Pro správné řízení podniku, měření finanční situace, stability a dlouhodobého rozvoje je třeba doplnit tradiční měřítko finanční analýzy o ukazatele, vyjadřující tržní zhodnocení investovaného kapitálu. Mezi takové ukazatele patří například ukazatel Diskontované peněžní toky (DCF), Tržní přidaná hodnota (MVA), Ekonomická přidaná hodnota (EVA), Ukazatel CFROI a další. Z vyjmenovaných hodnotových měřítek je právě EVA tím jednodušším a v poslední době stále více používaným ukazatelem pro měření výkonnosti v zahraničí (zejména v USA) i v tuzemsku. Další část bude této práce je tedy věnována detailnějšímu postupu pro výpočet EVA jako vrcholového ukazatele.

Ekonomická přidaná hodnota – EVA (Economic value added)

Tento ukazatel vymyslel Joel Stern, který založil v USA společnost Stern Stewart & Co., jejíž hlavní činností bylo poradenství v oblasti managementu.

„Ekonomická přidaná hodnota je měřítkem ekonomického zisku. Je počítána jako rozdíl mezi čistým provozním ziskem po zdanění (NOPAT²⁷), který v českém účetnictví nenajdeme v běžných účetních výkazech, a náklady na kapitál (WACC²⁸), a to vlastní (náklady alternativní příležitosti investovaného kapitálu) a cizí (úroková míra z vypůjčeného kapitálu ať už formou úvěru, či dlužných cenných papírů). Tyto náklady na kapitál jsou určeny váženým průměrem nákladů vypůjčeného a vlastního kapitálu na celkové výši kapitálu.“²⁹

²⁷ Net Operating Profit After Tax

²⁸ Weighted average cost of Debt and Equity Capital

²⁹ <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva>

Ukazatel EVA udává výši zisku, který ve společnosti zůstává po odečtení účetních nákladů, daní a nákladů na cizí a vlastní kapitál. Pozornost je věnována zejména nákladům na vlastní kapitál, neboť je třeba si uvědomit, že vlastníci kapitálu investovaného do podniku mohli tyto svoje prostředky investovat jinde a mohli tak díky této alternativní příležitosti realizovat určitý výnos. Právě tento alternativní výnos představuje minimální požadavek vlastníků na růst hodnoty jimi investovaného kapitálu. Jinými slovy lze říci, že ukazatelem EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

*„Podnikatelské subjekty v dnešní době používají k vyjádření svých cílů značné množství ukazatelů zaměřených především na maximalizaci zisku z provozní oblasti, obratu či tržního podílu. Tato měřítko však mohou být pouze krátkodobá a nezohledňují náklady související s kapitálem vloženým do podniku. Naproti tomu koncept jediného ukazatele EVA je vytvořen v podstatě jako styl řízení podniku. Umožňuje manažerům chovat se a jednat jako vlastníci podniku a pomáhá jim zlepšovat operativní, finanční i investiční rozhodování.“*³⁰

Ekonomická přidaná hodnota se počítá pomocí vzorce:

$$EVA = NOPAT - C * WACC \quad [2.40]$$

kde	NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
	WACC	průměrné náklady kapitálu
	C	celková výše úplatného kapitálu (vlastního i cizího)

Vážené průměrné náklady kapitálu počítáme dle vzorce:

$$WACC = r_D * (1 - t) * \frac{D}{C} + r_E * \frac{E}{C} \quad [2.41]$$

kde	r_D	úroková míra z vypůjčeného cizího kapitálu
	t	sazba daně z příjmů (nebo také EAT / EBT)
	D	hodnota vypůjčeného cizího kapitálu
	r_E	míra výnosu alternativní investice (náklady na vlastní kapitál)
	E	hodnota vlastního kapitálu
	C	hodnota celkového kapitálu (vlastního i cizího)

³⁰ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

Vzorec EVA lze rozepsat do podoby:

$$EVA = NOPAT * C * \left[\left(r_D * (1-t) * \frac{D}{C} \right) + \left(r_E * \frac{E}{C} \right) \right]$$

$$EVA = NOPAT - r_D * (1-t) * D - r_E * E$$

$$EVA = EAT - r_E * E \quad [2.42]$$

<i>kde</i>	<i>EAT</i>	<i>čistý zisk po zdanění</i>
	<i>r_E</i>	<i>míra výnosu alternativní investice (náklady na vlastní kapitál)</i>
	<i>E</i>	<i>hodnota vlastního kapitálu</i>

Z takto upraveného vzorce je patrné, že EVA představuje čistý provozní zisk po odečtení úroků placených z vypůjčení cizího kapitálu a výnosu požadovaného vlastníky. EVA tedy znamená zůstatek prostředků, které podniku zůstávají pro investice do jeho dalšího rozvoje. Pokud by podnik neměl tyto prostředky, nemohl by se dál rozvíjet.

Výše kapitálu a náklady na kapitál (WACC)

Náklady na kapitál představují náklady, které podnik nese v souvislosti se získáním a využitím příslušných druhů kapitálu (vlastní kapitál, cizí kapitál). Náklady jednotlivých druhů kapitálu závisí na době splatnosti kapitálu (delší splatnost představuje vyšší výnos pro investora a tedy vyšší náklad pro podnik), stupni rizika pro investora (vyšší riziko znamená vyšší výnos pro investora a současně vyšší náklad pro podnik), likvidnosti investice (čím je likvidnost investice nižší, tím vyšší je požadovaný výnos investora a tedy vyšší náklad pro podnik) a způsobu úhrady nákladů kapitálu (vypůjčený kapitál představující pro podnik náklad ve formě úroku, snižuje základ daně – je tedy levnější, ve srovnání s vyplácením podílu na čistém zisku).³¹

U nákladů na kapitál se rozlišují dva druhy rizik. Jednak riziko systematické (riziko, které je dáno ekonomickou a politickou situací země, v níž realizuje svou činnost podnikatelský subjekt, jemuž byl investorem poskytnut kapitál) a riziko nesystematické (riziko, které je charakteristické pro určité odvětví, podnik).

³¹ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

V této souvislosti můžeme rozlišovat ještě riziko provozní (vyskytuje se nejčastěji ve výrobních podnicích – je dáno velikostí fixních nákladů a jejich podílem na celkových nákladech podniku) a riziko finanční (riziko zadluženosti podniku, kdy hrozí platební neschopnost). Uvedená rizika jsou do výpočtu nákladů kapitálu začleněna v podobě rizikové premie či bezrizikové výnosnosti.

a) určení výše a nákladů na cizí kapitál (D, r_d)

Náklady na cizí kapitál určujeme na základě pasivních rozvahových položek (uvažujeme zejména krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry, dluhopisy a finanční výpomoci). Pro tyto propočty nebereme v úvahu neúročené závazky v podobě dodavatelských obchodních úvěrů (závazky vůči dodavatelům) ani rezervy (věcně patří spíše do vlastního kapitálu – představují náklady ovlivňující výsledek hospodaření). Naproti tomu je třeba rozšířit hodnotu cizího kapitálu především o leasing, který nese pro poskytovatele rovněž výnos v podobě úroku. Náklady cizího kapitálu (úroky) vstupují do výpočtu výsledku hospodaření podnikatelského subjektu ve formě nákladů. Snižují tak zisk pro účely výpočtu daně z příjmů právnických osob a je tedy třeba při výpočtu nákladů na cizí kapitál brát tuto skutečnost v úvahu a zohlednit.

- Bankovní úvěry – výpočet nákladů na bankovní úvěry není komplikovaný v případě, známe-li podmínky uzavřené ve smlouvě o úvěru, kde bývají často uzavřeny pevné úrokové sazby. Jsou-li sjednány úrokové sazby s vazbou na vyhlášenou sazbu PRIBOR, je třeba zjistit ratingové hodnocení podniku a předpoklad některých hlavních makroekonomických veličin. Za dostatečně vypovídací a spolehlivou považujeme úrokovou míru ze smlouvy o úvěru, byla-li tato smlouva sjednána nedávno a příliš se neliší od sazby na kapitálovém trhu. Jinak lze použít odhad nákladů na cizí kapitál pomocí ratingu úvěru, což je v praxi složité a pracné. V některých literárních zdrojích se uvádí možnost využití zjednodušeného přístupu v podobě zjištění aktuální výnosnosti státních dluhopisů a její zvýšení o přírážku v podobě ukazatele úrokového krytí.³²

³² kapitola 2.5.3.4 Ukazatelé zadluženosti

- Dluhopisy - vydané cenné papíry se závazkem podniku vyplatit majiteli takového cenného papíru k sjednanému časovému okamžiku odměnu ve formě úroku. Náklady na dluhopisy představují pro podnik takovou úrokovou sazbu, při níž je součet současné hodnoty úrokových výnosů dluhopisu a současné hodnoty nominální ceny dluhopisu roven jeho tržní ceně.³³

Rovnice výpočtu současné hodnoty všech plateb plynoucích z dluhopisu:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{U}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n} \quad [2.43]$$

kde	<i>C</i>	tržní cena dluhopisu
	<i>U</i>	úrok z dluhopisu v jednotlivých letech
	<i>N</i>	nominální cena dluhopisu
	<i>t</i>	jednotlivé roky splatnosti dluhopisu
	<i>n</i>	počet let splatnosti dluhopisu
	<i>i</i>	požadovaná výnosnost do doby splatnosti (náklady dluhu před zdaněním)

- Leasing - podobně jako u dluhopisů postupujeme také u leasingu a při určení nákladů na leasing.

Rovnice výpočtu současné hodnoty všech plateb plynoucích z leasingu:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{LP}{(1+i)^t} + \frac{ZC}{(1+i)^n} \quad [2.44]$$

kde	<i>C</i>	tržní cena předmětu leasingu
	<i>LP</i>	jednotlivé leasingové platby období
	<i>ZC</i>	zůstatková cena předmětu leasingu
	<i>n</i>	doba pronájmu předmětu leasingu
	<i>i</i>	implicitní úroková míra leasingu

³³ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009.333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

b) určení výše a nákladů na vlastní kapitál (E, r_e)

Stanovení výše nákladů na vlastní kapitál je výrazně složitější, než propočet nákladů na kapitál cizí. Zde existuje řada propracovaných metod určování nákladů vlastního kapitálu, mezi něž patří model CAPM³⁴, metody odhadu nákladů na základě průměrné rentability vlastního kapitálu odvětví, metody založené na použití ukazatele P/E, dividendový model a stavebnicový model definovaný MPO³⁵. Využívání každé z těchto možných metod a modelů s sebou přináší určité požadavky a předpoklady. Velmi propracovaným je Stavebnicový model, vytvořený Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky, který se zaměřuje na malé a střední podniky a vychází z dostupných informací z účetních výkazů.

Stavebnicový model (ratingový model)³⁶

Jedná se o model výpočtu WACC, který vychází z podmínek ekonomiky České republiky a zohledňuje rizika formou exaktně stanovených rizikových přírážek. Priorita je kladena na pohled majitele, pro něhož je rozhodující rentabilita vlastního kapitálu. Na základě matematicko-statistických modelů ratingu byly vytipovány důležité charakteristiky ovlivňující riziko a byla sestavena funkce hodnotící riziko pro středně rizikové podniky. Funkce je nastavena tak, aby vycházela z dostupných dat a byla vhodná pro odhad rizika odvětví. Výše rizika reprezentuje alternativní náklad vlastního kapitálu (r_e), který představuje výnosnost kapitálu, které by bylo dosaženo v případě investice do alternativní investiční příležitosti. Tento alternativní náklad na vlastní kapitál se počítá jako součet bezrizikové sazby (r_f) a rizikové přírážky (RP). Riziková přírážka je součtem rizikové přírážky za finanční strukturu, finanční stabilitu, podnikatelské riziko a velikost podniku či likvidnost akcií.

³⁴ Capital Asset Pricing Model

³⁵ Ministerstvo průmyslu a obchodu

³⁶ Ministerstvo průmyslu a obchodu: *Finanční analýza podnikové sféry za první pololetí 2011*. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument102021.html>

Ratingový model výpočtu nákladů na použitý kapitál je založen na několika zjednodušených předpokladech:

- cenu cizího kapitálu představuje skutečná úroková míra
- tržní hodnota cizího kapitálu je totožná s jeho účetní hodnotou
- hodnota WACC je nezávislá na kapitálové struktuře
- pro zohlednění zdanění (skutečného) je použit podíl čistého zisku na zisku

Vzorec výpočtu dle metodiky MPO:

$$WACC = \frac{\frac{UZ}{A} * r_E + \frac{\check{Z}}{Z} * UM * \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} \quad [2.45]$$

kde	UZ	úplatné zdroje (vlastní kapitál, bankovní úvěry, dluhopisy, směnky)
	ČZ	čistý zisk (zisk po zdanění)
	Z	zisk před zdaněním
	A	aktiva
	VK	vlastní kapitál
	UM	úroková míra
	r_E	alternativní náklady kapitálu

Průměrné náklady kapitálu pro malé a střední podniky ČR lze vyjádřit také podle vzorce:

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FS} \quad [2.46]$$

kde	r_f	je bezriziková výnosová míra odvozená z 10letých státních dluhopisů ČR ³⁷
	r_{LA}	je přírážka za riziko plynoucí z velikosti podniku
	r_{POD}	je přírážka za podnikatelské riziko
	r_{FS}	je přírážka za finanční riziko

³⁷ Bezrizikovou výnosovou míru vyhláší každoročně Ministerstvo průmyslu a obchodu

Určení celkové RP pro výpočet WACC:³⁸

r_{LA} je přírážka za velikost podniku, která je závislá na objemu celkově zpoplatněného kapitálu podniku (vlastní kapitál, bankovní úvěry a dluhopisy)

Tab. 5: Určení RP za riziko velikosti podniku

	ÚZ	=<	100 mil. Kč	5%
100 mil. Kč	<	ÚZ	<	3 000 mil. Kč
				$\frac{(3 - \text{ÚZ})^2}{168,2}$
3 000 mil. Kč	=<	ÚZ		0%

Zdroj: www.mpo.cz

r_{POD} je přírážka za podnikatelské riziko a je spojena s ukazatelem produkční síly podniku (ROA). Pro určení přírážky platí omezení uvedená v tabulce 6.

Tab. 6: Určení RP za podnikatelské riziko

	ROA	<	0	10%
0	<	ROA	<	$\frac{r_d * \text{ÚZ}}{A}$
				$r_{POD} = \left(\frac{r_d \times C - EBIT}{r_d \times C \times 10 \times A} \right)^2$
$\frac{r_d * \text{ÚZ}}{A}$	<	ROA		minimální dle odvětví

Zdroj: www.mpo.cz

r_{FS} je přírážka za finanční stabilitu podniku, charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv a zohledňuje běžnou likviditu podniku (L3). Zároveň je třeba znát průměrné mezní hodnoty běžné likvidity průmyslu a současně dbát aktuálních doporučení. Pro určení přírážky platí omezení uvedená v tabulce 7.

Tab. 7: Určení RP za finanční stabilitu

	L3	=<	XL1	10%
XL1	<	L3	<	XL2
				$r_d = 0,1 \times \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2}$
XL2	=<	L3		0%

Zdroj: www.mpo.cz

³⁸ Dle metodické části vypracovaných finančních analýz podnikatelské sféry, dostupných z www.mpo.cz

Riziková přírážka za finanční strukturu podniku je rozdílem r_E a WACC, přičemž platí: $r_{finstr} = r_E - WACC$. Vychází-li z výpočtu rozdíl $r_E - WACC > 10\%$, je třeba omezit výši rizikové přírážky na 10%. Je-li $r_E = WACC$, pak uvažujeme s přírážkou za finanční struktury ve výši 0%.

Za předpokladu, že podnik nemá cizí úročený kapitál a uvažujeme tedy s nulovou rizikovou přírážkou za finanční strukturu, můžeme modifikovat základní vzorec výpočtu WACC.

Po úpravě dostáváme vzorec:

$$r_E = \frac{\frac{UZ}{A} * WACC - \frac{\check{Z}}{Z} * UM * \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} \quad [2.47]$$

Známe-li náklady kapitálu, lze provést výpočet ukazatele EVA pomocí účetního modelu³⁹ podle vzorce:

$$EVA = (ROE - r_E) * VK \quad [2.48]$$

$$EVA = \check{Z} - (r_E * VK)$$

<i>kde</i>	$(ROE - r_E)$	<i>spread</i>
	VK	<i>vlastní kapitál</i>
	ROE	<i>rentabilita vlastního kapitálu</i>
	r_E	<i>náklady vlastního kapitálu</i>
	$\check{Z}$	<i>čistý zisk</i>

Jedná se o jednodušší variantu výpočtu ukazatele EVA, kdy vycházíme z dostupných informací z účetních výkazů podniků. Při použití této metody podstupuje analytik riziko zkreslení výsledků ukazatele EVA na základě účetních dat.

³⁹ Dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu

3 VLASTNÍ ANALÝZA FINANČNÍ SITUACE A VÝKONNOSTI PODNIKU

Pro zpracování diplomové práce byla zvolena účetní data a informace společnosti, která vyvíjí obchodní činnost v oblasti energetiky. Níže jsou uvedeny základní informace o obchodní firmě, sídle společnosti, předmětu hlavní podnikatelské činnosti a vlastnická struktura. Dále je uvedena historie vzniku společnosti a současná situace s uvedením některých důležitých skutečností, ovlivňujících účetnictví a výkaznictví společnosti.

Před zpracováním finanční analýzy za období 2008 až 2011 na základě dostupných informací z účetních výkazů je zhodnocen vývoj ekonomiky a energetického odvětví z pohledu regionálního trhu, na němž firma působí. Výsledky finanční analýzy společnosti jsou závěru praktické části porovnány s vývojem odvětví.

3.1 Základní informace o podniku

Obchodní společnost má dlouholetou tradici a pověst spolehlivého dodavatele energie na českém trhu. Její obchodní činnosti jsou regionálně zaměřeny na oblast Východních Čech a částečně na kraj Vysočina. V těchto regionech realizuje společnost obchod se zemním plynem a od roku 2010 nově také s elektrickou energií. Zákazníky společnosti jsou domácnosti, drobní podnikatelé a výrobní závody (sklářský, strojírenský a zpracovatelský průmysl).

3.1.1 Základní údaje o společnosti

Obchodní firma:	Východočeská plynárenská, a.s. ⁴⁰ Společnost byla zapsána do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Hradci Králové v oddílu B, vložce 1025 dne 1. ledna 1994.
Sídlo:	Sídlem Společnosti je krajské město Hradec Králové, PSČ 500 04, ulice Pražská 702.

⁴⁰ Dále v textu jen „Společnost“

Předmět podnikání: Hlavním předmětem činnosti Společnosti je obchod se zemním plynem a elektrickou energií (tabulka 8). Poskytování služeb při výkonu hlavní činnosti společnosti, a s tím související práva a povinnosti jsou upravena energetickým zákonem č.458/2000 Sb., upravujícím podmínky podnikání v energetických odvětvích.

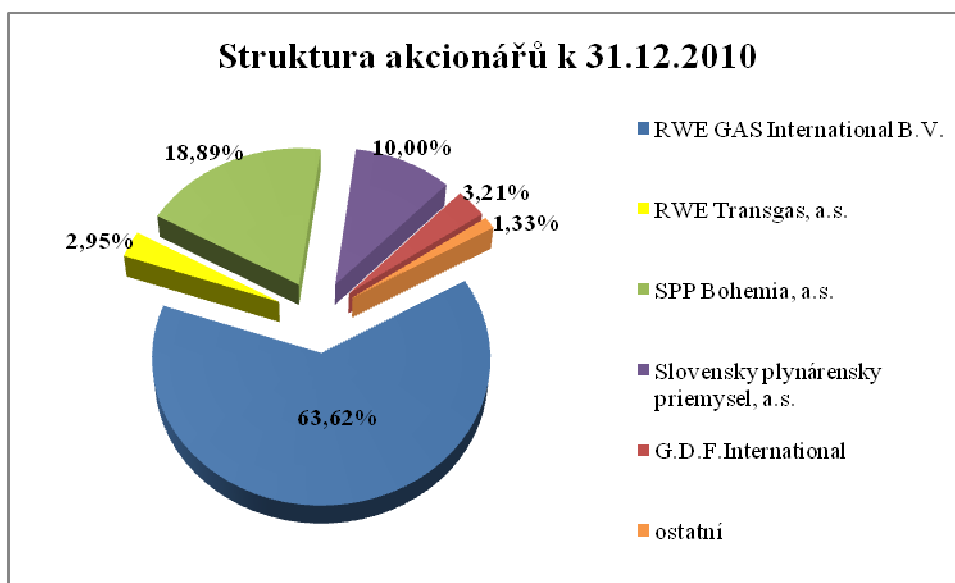
Tab. 8: Převodník OKEČ do CZ-NACE pro Výrobu a rozvod energií

NACE Rev. 1.1 (OKEČ - první 4 místa)			NACE Rev. 2 (CZ-NACE - první 4 místa)		
P. kód	Č. kód	Název	P. kód	Č. kód	Název
40.11	4011	Výroba elektřiny	35.11	3511	Výroba elektřiny
40.11	4011	Výroba elektřiny	38.12	3812	Shromažďování a sběr nebezpečných odpadů
40.12	4012	Přenos elektřiny	35.12	3512	Přenos elektřiny
40.13	4013	Rozvod elektřiny a obchod s elektřinou	35.13	3513	Rozvod elektřiny
40.13	4013	Rozvod elektřiny a obchod s elektřinou	35.14	3514	Obchod s elektřinou
40.21	4021	Výroba plyných paliv	35.21	3521	Výroba plynu
40.22	4022	Rozvod plyných paliv prostřednictvím sítí a obchod s plynými palivy	35.22	3522	Rozvod plyných paliv prostřednictvím sítí
40.22	4022	Rozvod plyných paliv prostřednictvím sítí a obchod s plynými palivy	35.23	3523	Obchod s plynem prostřednictvím sítí
40.30	4030	Výroba a rozvod tepelné energie	35.30	3530	Výroba a rozvod tepla a klimatizovaného vzduchu, výroba ledu
41.00	4100	Shromažďování, úprava a rozvod vody	36.00	3600	Shromažďování, úprava a rozvod vody

Zdroj: <http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/prevodniky>

Základní kapitál:

Základní kapitál společnosti činí 960 602 000 Kč a je plně splacen. Je rozdělen na 633 996 kusů akcií na majitele, které jsou od roku 1995 kótovány na Burze cenných papírů Praha a volně obchodovány a 326 606 kusů akcií na jméno, které kótovány na burze nejsou. Akcie byly vydány v nominální hodnotě 1 000 Kč za 1 akcii.



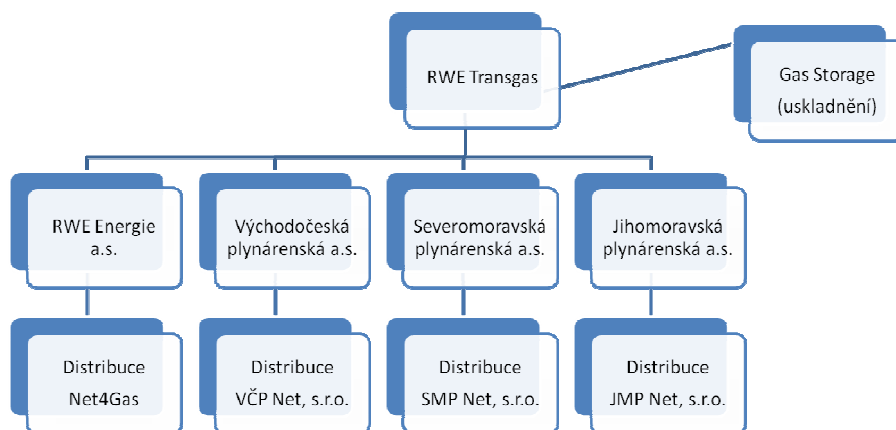
Graf 1.: Struktura akcionářů ke dni 31. 12. 2010

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti za rok 2010 – vlastní zpracování

3.1.2 Historie a současná situace Společnosti

Historie Společnosti se píše od 90. let minulého století, kdy s rozvojem plynovodu Bratrství, dopravujícího do Evropy zemní plyn z Ruska, a současně s rostoucí poptávkou po dodávkách plynu, došlo k transformaci Českého plynárenského podniku (státního podniku). V roce 1994 vzniklo ze státního podniku pět samostatných plynárenských společností s kapitálovou účastí českých soukromých investorů. V roce 2002 a později i v roce 2007 vstoupila na kapitálový trh v Česku energetická skupina RWE Gas AG z Německa, která v roce 2002 podepsala s Fondem národního majetku smlouvu o privatizaci společnosti Transgas, a.s. a dalších čtyř regionálních plynárenských společností, vzniklých výše uvedenou transformací státního podniku.

Ještě v též roce se RWE AG stala výlučným vlastníkem společnost Transgas a.s. V roce 2005 pak přejmenovala tuto společnost na RWE Transgas a.s. a pověřila ji řízením veškerých aktivit na českém trhu. Odkoupením většinového podílu v regionálních plynárenských společnostech, vytvořila RWE silnou energetickou skupinu na českém trhu, označovanou RWE ČR. Mateřskou společností skupiny RWE ČR je zahraniční společnost RWE AG, se sídlem Opernplatz 1, Essen, v Německu.



Obrázek 1: Organizační struktura RWE v ČR

Zdroj: vlastní zpracování

V minulosti zajišťovaly všechny regionální plynárenské společnosti činnosti spojené s obchodem i distribucí zemního plynu zároveň a poskytovaly zákazníkům další služby s tím spojené. Roku 2005 došlo k liberalizaci trhu s energiemi a do odvětví začaly vstupovat nové podnikatelské subjekty. Roku 2006 v souvislosti s přijetím evropské legislativy došlo k vyčlenění činnosti provozování přepravní soustavy ze společnosti RWE Transgas, a.s. do samostatné společnosti. Následně roku 2007 vešla v platnost novela Energetického zákona, odpovídající dalším požadavkům směrnice Evropské Unie na liberalizaci trhu s energiemi, a na základě této novely musely také regionální plynárenské podniky vyčlenit část své činnosti, související s provozování distribuční sítě, do dceřiných podniků. Tomuto právnímu oddělení činností se říká unbundling a bylo důležitým okamžikem v historii energetického odvětví. V souvislosti s tímto oddělením činností došlo k nastavení regulačního rámce a dohledu nad metodikou cenotvorby poplatků za přepravu zemního plynu. Vyčleněním části činností

souvisejících s dodávkami zemního plynu koncovým zákazníkům, byla Společnost nucena uzavřít se svou dceřinou společností (VČP Net, s. r. o.) smlouvu o převodu zisku s účinností od okamžiku oddělení, tedy 1. ledna 2007. Dle této smlouvy je společnost VČP Net, s. r. o. zavázána každoročně převádět ve prospěch Společnosti svůj zisk po realizaci přidělu do povinného rezervního a sociálního fondu a naopak Společnost je povinna uhradit případnou ztrátu společnosti VČP Net s. r. o.

Členství Společnosti ve skupině RWE ČR ji zavazuje v oblasti nákupu a prodeje zemního plynu a to smlouvou s RWE Transgas, a. s. o prodeji a nákupu zemního plynu, a dále v oblasti distribuce zemního plynu zákazníkům a to smlouvou s VČP Net, s. r. o. Společnost je, z titulu své podnikatelské činnosti realizované v rámci energetického odvětví, vystavena především riziku ztráty trhu, které souvisí s liberalizací trhu s energiemi a jeho otevřením konkurenci, dále riziku kreditnímu, které souvisí s platební neschopností zákazníků, a jiným neovlivnitelným rizikům, zejména riziku počasí.

Účetnictví a účetní výkazy Společnosti jsou vytvořeny v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví, ve znění schváleném Evropskou unií. Účetní závěrky společnosti jsou sestaveny na bázi historických pořizovacích cen, s výjimkou finančních nástrojů, které jsou oceňovány reálnou hodnotou vykázanou do výsledku hospodaření Společnosti. Účetní měnou Společnosti je Kč. Transakce realizované v cizí měně jsou přepočítány na základě směnných kurzů platných k datu jednotlivých transakcí. Případné kursové rozdíly vyplývající z těchto transakcí jsou vykazovány ve výsledku hospodaření. Společnost vlastní dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek, zejména administrativní budovy, pozemky a kancelářské vybavení. Tento majetek je vykazován v pořizovacích cenách snížených o oprávky a opravné položky. Následné výdaje jsou vykázaný jako samostatné aktivum nebo jsou přidány k účetní hodnotě příslušného aktiva, je-li pravděpodobné, že ekonomický prospěch spojený s danou položkou společnost získá, a je-li pořizovací cena položky spolehlivě měřitelná. Běžné opravy a údržba se účtují do nákladů.⁴¹ Budovy a zařízení jsou odepisovány metodou rovnoměrných odpisů na základě jejich předpokládané životnosti, která je u budov

⁴¹ Výroční zpráva Společnosti za rok 2010

odhadována 25-50 let, u strojů a zařízení 3-15 let a u kancelářského vybavení 3-15 let. Pozemky ve vlastnictví Společnosti se neodepisují. Nehmotná aktiva jsou v účetnictví Společnosti vykazována v pořizovacích cenách po odečtení opravěk a opravných položek. Nehmotný majetek je odepisován rovnoměrně na základě jeho předpokládané doby životnosti, která je u software 3-5 let a ostatního nehmotného majetku 5-6 let. Společnost nerealizuje nákup majetku formou leasingu ani úvěrem. Nemovitosti, které nejsou společností využívány pro vlastní účely a jsou pronajímány, nebo drženy za účelem jejich zhodnocení, jsou považovány za investice do nemovitostí. Pro oceňování investic do nemovitostí je používáno modelu oceňování pořizovacími náklady. Výnosy z nájemného jsou vykazovány ve výkazu zisků a ztrát rovnoměrně po dobu trvání nájmu. Společnost nevyvíjí žádné aktivity v oblasti výzkumu a vývoje.

3.2 Analýza situace v energetickém odvětví

Jak již bylo uvedeno výše, Společnost realizuje obchodní činnost v oblasti energetiky. Odvětví energetiky bylo, stejně jako odvětví celého průmyslu, poznamenáno hospodářskou recesí, která se datuje do období konce roku 2008, a jejíž následky jsou patrné i dnes. Ještě před rokem 2008 významně ovlivnil energetický trh vstup České republiky do Evropské unie a přijetí evropské legislativy, kdy postupně došlo k plné liberalizaci trhu a uvolnění bariér omezujících vstup nových subjektů do odvětví. Ekonomický pokles, který se naplno projevil v průběhu roku 2009, jen urychlil to, co mělo přijít později. Otevřený energetický trh a krize, vedoucí ekonomické subjekty k hledání maximálních finančních úspor, přispěla k nečekanému růstu konkurence. Konkurenční boj se odehrává především na poli prodejních cen, které jsou pro zákazníky tím nejsilnějším rozhodujícím faktorem o změně dodavatele energií. Ačkoliv je v energetickém odvětví nyní absence bariér vstupu nových subjektů, podléhá kontrolní a regulační činnosti státu a dalších organizací. Tvorbu právních předpisů pro energetické odvětví zajišťuje Ministerstvo průmyslu a obchodu (energetický zákon, vyhlášky o energetické účinnosti a další právní a prováděcí předpisy). Cenová rozhodnutí, obecná kontrola obchodních cen⁴², udělování či odebrání licencí a ochrana práv konečných spotřebitelů, jsou v kompetenci Energetického regulačního úřadu.

⁴² Podle zákona 526/1990 Sb., o cenách ve znění pozdějších předpisů

Společnost OTE⁴³, a.s. je nezávislý provozovatel krátkodobého trhu s energiemi. Jsou zde také další organizace a společnosti zastupující nejrůznější zájmy, například Státní energetická inspekce, Hospodářská komora, Česká plynárenská unie, Český plynárenský svaz a další. Vývoj v energetice je ovlivněn nejen stupněm regulace a mírou konkurence v odvětví, ale také dalšími vlivy. Mezi nejdůležitější patří ekonomická situace v zemi a klimatické podmínky. Rostoucí ekonomika představuje významný potenciál. Výrobní podniky rozšiřují výrobní plochy a spotřebovávají více energií. Domácnosti nejsou nuceny realizovat úspory ve svých výdajích za energie a jejich spotřeba tedy neklesá. Také vývoj počasí do velké míry určuje vývoj poptávky po energiích (zejména hovoříme-li o zemním plynu). V plynárenství se jako sezónní označují zimní měsíce, kdy spotřeba zemního plynu stoupá v závislosti na teplotě. Je-li výrazně chladnější počasí a v sezónních i mimosezónních obdobích průměrná teplota klesá pod dlouhodobý teplotní normál, poptávka výrazně roste.

3.2.1 Vývoj ekonomické situace v ČR

Vývoj české ekonomiky a základních makroekonomických veličin v letech 2008 – 2011 je uveden v tabulce 8. Z ukazatelů je zřejmý růst HDP⁴⁴ do roku 2008, přičemž tento růst vykazoval již pomalejší tempo než v předchozích letech. V následujícím roce je zřetelný velký pokles, kdy se HDP propadl o 4,7%. V dalších dvou letech HDP postupně znovu roste, nicméně tempo růstu není uspokojivé a mezi lety 2010 a 2011 dohází k dalšímu zpomalení. Míra inflace zaznamenala v roce 2008 rekordní vzestup o 6,3%, v dalších letech je sice výrazně nižší, nicméně opět vykazuje poměrně rychlý vzestupný trend, kdy v roce 2011 míra inflace dokonce převyšuje míru zvýšení HDP. Míra registrované nezaměstnanosti je ve sledovaném období nejhorší v roce 2010, kdy ani zlepšení HDP nepřispělo k meziročnímu poklesu, ba naopak došlo od roku 2009 ještě o další nárůst nezaměstnanosti. V roce 2011 se 0,4% nezaměstnanost snížila, přesto je velmi vysoká. Výdaje na konečnou spotřebu domácností již před rokem 2008 zaznamenaly sestupnou tendenci. V roce 2009 pak došlo k významnému poklesu výdajů na spotřebu domácností, což bylo vyvoláno jako důsledek probíhající recese a

⁴³ Operátor Trhu Energií

⁴⁴ Hrubý Domácí Produkt

úsporných opatření. Od roku 2009 se již výdaje domácností výrazněji nezvýšily a dokonce v roce 2011 opět znovu klesají. Z uvedeného se zdá, že domácnosti jednají opatrně se svými prostředky, a hledají cesty jak utrácet co nejekonomičtěji.

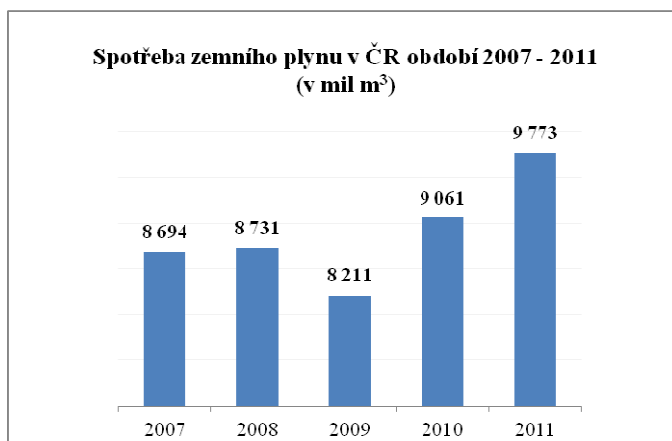
Tab. 9: Vývoj makroekonomických ukazatelů ČR v letech 2007 - 2011

Ukazatel	Jednotka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Hrubý domácí produkt	mld. Kč	2 688	2 929	3 116	3 353	3 663	3 848	3 739	3 775	3 809
Růst HDP (stálé ceny)	%	3,8	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7	1,7
HDP na 1 obyvatele	Kč	263 497	286 979	304 478	326 553	354 808	368 986	356 405	358 957	362 949
Hrubý disponibilní důchod	mld. Kč	2 582	2 783	2 969	3 164	3 378	3 644	3 462	3 490	3 517
Hrubé národní úspory	mld. Kč	589	674	764	841	904	1 001	773	783	797
Defátor HDP	%, r/r	0,9	4,0	-0,3	0,5	3,3	1,9	1,9	-1,7	-0,7
Míra registrované nezaměstnanosti	%, průměr	9,0	9,2	9,0	8,1	6,6	5,4	8,0	9,0	8,6
Míra inflace	%, průměr	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9
Výdaje na konečnou spotřebu	%, r/r	5,5	1,3	2,7	2,9	3,1	2,3	0,8	0,6	-0,8
z toho na spotřebu domácností	%, r/r	5,3	3,2	2,9	4,3	4,1	3,0	-0,4	0,6	-0,5

Zdroj: www.czso.cz

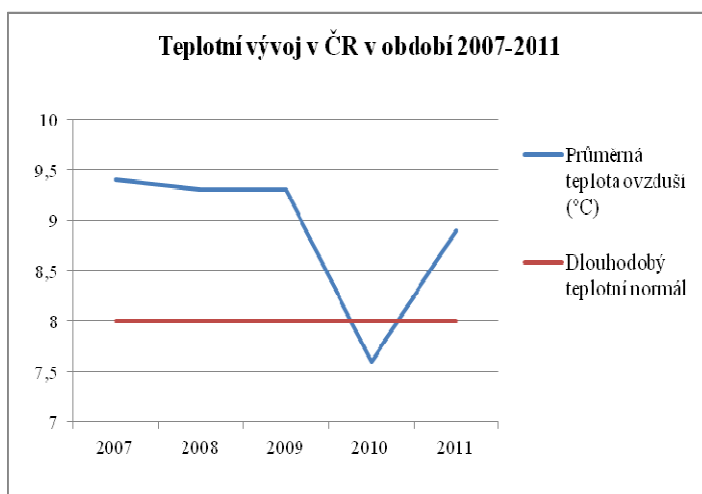
3.2.1 Vývoj spotřeby zemního plynu v ČR

V České republice bylo v roce 2007 spotřebováno celkem 8,7 mil. m³ zemního plynu. V roce 2008 i přes chladnější počasí bylo spotřebováno přibližně stejné množství plynu. Avšak v roce 2009 je patrný dopad úsporných opatření na straně konečných spotřebitelů, neboť bylo spotřebováno plynu méně, přestože průměrná teplota se pohybovala na stejné úrovni jako v roce 2008. V roce 2010 došlo k nárůstu spotřeb zemního plynu o 0,8 mil. m³ plynu především vlivem chladnějšího počasí. V dalším roce je vyšší spotřeba plynu o 0,7 mil. m³ ovlivněna mírným oživením ekonomiky a možností nakupovat zemní plyn levněji vlivem silné odvětvové konkurence.



Graf 2.: Vývoj spotřeby plynu v ČR v letech 2007-2011 (v mil. m³)

Zdroj: www.eru.cz, vlastní zpracování



Graf 3.: Teplotní vývoj v ČR v letech 2007-2010

Zdroj: www.eru.cz, vlastní zpracování

3.2.2 Vývoj spotřeby plynu v regionu Východní Čechy a Vysočina

Jak již bylo uvedeno výše, Společnost dodává zemní plyn a elektrickou energii zákazníkům v regionu Východní Čechy a částečně v regionu Vysočina (Žďár nad Sázavou). Vzhledem k velmi malému podílu prodeje elektrické energie na celkových obchodních aktivitách společnosti, bude dále věnována pozornost obchodování se zemním plynem na regionálně vymezeném trhu.



Obrázek 2: Regionální vymezení trhu Společnosti

Zdroj: www.eru.cz

Objem spotřebovaného zemního plynu v regionu Východní Čechy a Vysočina činil v roce 2007 přibližně 12 tis. GWh. Tato spotřeba byla z 80% pokryta dodávkami Společnosti (prodáný objem zemního plynu činil 9,7 tis. GWh). V roce 2008 spotřeba v regionu mírně poklesla, poklesl však i podíl dodávek Společnosti na této celkové regionální spotřebě na 74%. V roce 2009 Společnost ještě udržela svůj podíl na trhu, avšak v roce 2010 i přes velký růst spotřeby v regionu významně pokles objem dodávek, kterými Společnost kontroluje regionální trh a to na úroveň 60%. Tento pokles je zcela nepochybně ovlivněn vysokou mírou konkurence v plynárenství, kdy se konkurenční podniky zaměřily na získání zákazníků především cenou výrazně nižší, než kterou svým zákazníkům nabízí Společnost. Tento trend pokračuje i v roce 2011, kdy dochází vlivem nekonkurenceschopných cen Společnosti k odchodu dalších zákazníků ke konkurenci, a kontrolovaný podíl na regionálním trhu spotřeb zemního plynu se snižuje o dalších 9%.

Tab. 10: Vývoj spotřeb plynu v regionu Východní Čechy a Vysočina (v GWh)

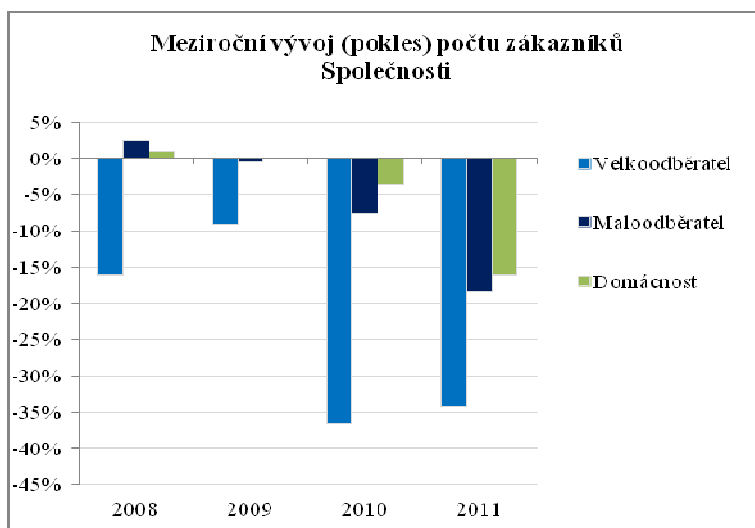
Podíl dodávek plynu Společnosti	2007	2008	2009	2010	2011
Královéhradecký kraj	3 869	3 832	3 592	3 847	3 503
Pardubický kraj	4 070	4 032	3 831	4 365	4 017
Kraj Vysočina	4 199	4 191	3 972	4 448	3 989
Spotřeba plynu (v GWh)	12 138	12 055	11 395	12 660	11 509
Prodej plynu VČP a.s. (v GWh)	9 689	8 945	8 454	7 612	5 912
Podíl na regionálním trhu	80%	74%	74%	60%	51%

Zdroj: www.eru.cz, vlastní zpracování

3.2.3 Vývoj obchodních aktivit Společnosti

Společnost nabízí na trhu s energiemi zemní plyn a od roku 2010 také elektrickou energii zákazníkům ze všech segmentů. Nejvýznamněji se v minulosti na objemu prodaného zemního plynu podíleli zákazníci z řad výrobních podniků (zpracovatelský průmysl) a rovněž domácnosti, které zemní plyn používali jako hlavní topné palivo.

Vzhledem k tomu, že Společnost je smluvně vázána dlouhodobými smlouvami s RWE Transgas, a.s. na nákup a prodej zemního plynu, kde jsou sjednány dlouhodobě platné ceny, stává se Společnost v posledních letech, kdy se v odvětví stupňuje intenzita konkurence a zemní plyn je volně obchodován na spotovém trhu, nekonkurenceschopnou a začíná ve větší míře ztrácet své zákazníky. Odchod zákazníků z řad velkých výrobních podniků začal již v roce 2008, kdy se poprvé začalo hovořit o ekonomické recesi. V tomto období Společnost ztratila zákazníky především ze sklářského a papírenského průmyslu (Sklo Bohemia, Krkonošské papírny a další). V roce 2009 došlo k odchodu dalších významných zákazníků (např. automobilový závod ŠKODA a.s.). Není divu, že v roce 2010 odliv zákazníků v tomto segmentu ještě zesílil, neboť na trhu již operují specializované podniky, které nabízejí těmto zákazníkům velmi výhodné podmínky a velmi nízkou cenu. V roce 2010 vstupuje na trh s plynem společnost ČEZ a.s., která je velmi oblíbeným dodavatelem elektrické energie v českých domácnostech i v podnicích. Fakt, že ČEZ a.s. přinesl zákazníkům nabídku prodeje zemního plynu za výhodnější ceny, než které v tu dobu nabízí společnosti skupiny RWE ČR, je jen dalším vysvětlením pro pokračující odliv zákazníků, kdy se ve velké míře odchody týkají již všech zákaznických segmentů.



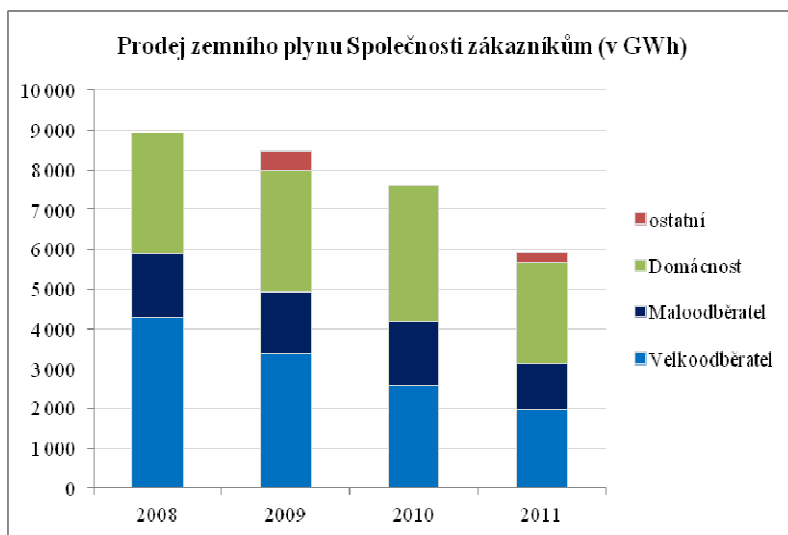
Graf 4.: Vývoj počtu zákazníků Společnosti (meziroční změna)

Zdroj: vlastní zpracování

Snižující počet zákazníků Společnosti má samozřejmě vliv na objem prodaného zemního plynu.

Objem prodaného plynu zákazníkům se v roce 2008 pohyboval okolo 9 000 GWh, z čehož téměř polovinu představovaly dodávky plynu velkým zákazníkům (výrobním podnikům). S rostoucí odvětvovou konkurencí počet těchto zákazníků ve Společnosti klesá a klesá i objem celkového prodaného zemního plynu Společnosti. V roce 2011 činí objem prodaného zemního plynu velkým odběratelům méně než polovinu ve srovnání s rokem 2008, kdy začala hospodářská recese. Počet zákazníků a objem prodaného zemního plynu zákazníkům z řad menších podnikatelů a podniků se až do roku 2011 držel přibližně konstantní úrovni. V roce 2011 však došlo k výraznému poklesu zejména z důvodu výrazně nižších cen zemního plynu, které nabízí konkurenční podniky. Vývoje prodeje zemního plynu v kategorii domácnost je ovlivněn především klimatickými podmínkami a racionálním chováním zákazníků. Od roku 2008 kdy probíhala hospodářská recese až do roku 2010 se počet zákazníků ani objem prodaného zemního plynu v této kategorii výrazně neměnil. Vysvětlit to lze jednak tím, že v odvětví do roku 2010 nepůsobil silný konkurenční hráč, který by se specializoval na domácnosti a nabídl výrazně lepší cenu, než v té době RWE, které platilo za spolehlivého dodavatele, a řada spotřebitelů raději nechtěla riskovat. Se vstupem ČEZ a.s na trh se zemním plynem se však vše rázem změnilo. Energetický gigant, od kterého

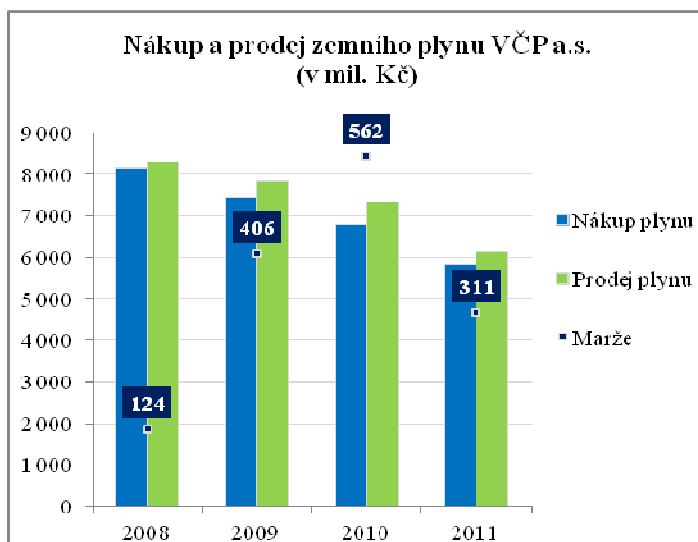
většina domácností odebírá elektrickou energii, přišel s nabídkou nižších cen zemního plynu ve srovnání s RWE. Řada spotřebitelů na tuto nabídku slyšela a rozhodla se změnit dodavatele. Společnost tak v roce 2011 přichází o 25% prodeje zemního plynu právě v důsledku odchodu domácností ke konkurenci. Ztrátu zákazníků v objemu prodaného plynu Společnosti nekompensuje ani počet zákazníků získaných a objem prodaného množství elektrické energie.



Graf 5.: Vývoj prodeje plynu zákazníkům Společnosti (v GWh)

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2008 byl nákup a prodej Společnosti v peněžních jednotkách téměř vyrovnán. Společnost realizovala hrubou marži (rozdíl mezi tržbami z prodeje zemního plynu a náklady na pořízení a přepravení plynu k zákazníkům) ve výši 124 mil. Kč. O rok později dochází k poklesu objemu prodeje, avšak vývoj nákupních a prodejních cen se jeví přízniví pro Společnost, která realizuje hrubou marži ve výši 406 mil. Kč. V roce 2010, který by se na první pohled jevil díky velkému poklesu objemu prodeje a počtu zákazníků jako ztrátový, byl pro Společnost rovněž příznivý a bylo dosaženo hrubé marže ve výši 562 mil. Kč. V následujícím roce však úroveň hrubé obchodní marže klesá, neboť tržby klesají rychleji než náklady na nákup zemního plynu. Prodejní ceny jsou odvozovány od cen nákupních. Pro zákazníky z řad domácností a menších podnikatelů jsou ceny vyhlašovány s platností na čtvrtletí. Za těchto okolností dochází mezi nákupními a prodejními cenami k určitému časovému nesouladu, který ovlivňuje meziroční vývoj marže.



Graf 6.: Vývoj nákupu a prodeje plynu Společnosti (v mil. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedených skutečností bylo zjištěno, že Společnost sice realizuje pozitivní obchodní marži, avšak celkový objem prodeje zemního plynu v technických jednotkách stále klesá. Na tomto poklesu se podílí zejména odliv zákazníků ke konkurenci. Chování zákazníků, kteří mají zcela volné možnosti rozhodovat se o dodavateli energií, je pochopitelné. Přestože Společnost v rámci RWE ČR nabízí zákazníkům řadu skvělých a vysoce kvalitních služeb, které však nabízí také konkurence, zůstává i nadále nekonkurenceschopnou a je proto ohrožena její dlouhodobá budoucí existence v odvětví.

3.3 Analýza majetkové a finanční struktury Společnosti

Analýza majetkové a finanční struktury je provedena pomocí absolutních a relativních ukazatelů. Pro zpracování analýzy byly využity informace získané z účetních výkazů výročních zpráv Společnosti za období 2008 – 2011.

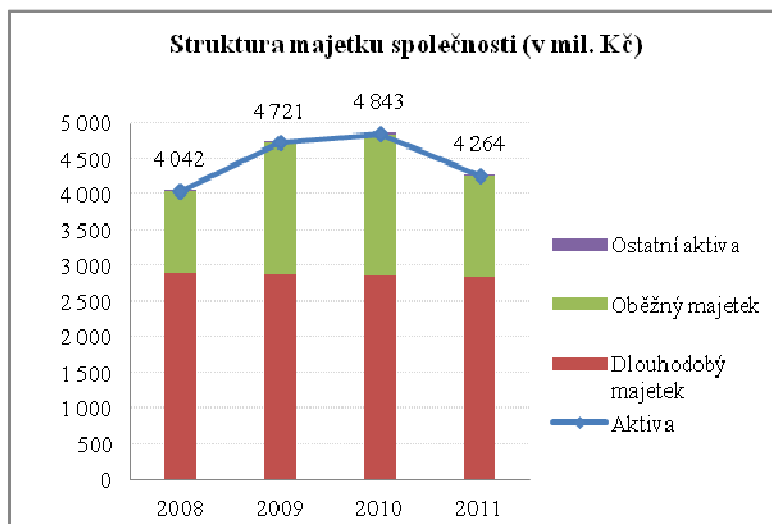
3.3.1 Horizontální a vertikální analýza majetkové situace

Z hlediska složení majetku Společnosti je ve sledovaném období patrný kolísavý poměr dlouhodobého a oběžného majetku. Zatímco v letech 2009 a 2010 je poměr stálých a oběžných aktiv 60 : 40, v letech 2008 a 2011 oběžná aktiva klesají a mění se i poměr dlouhodobého a oběžného majetku.

Tab. 11: Složení majetku Společnosti (v mil. Kč)

Aktiva k 31. 12. (v mil. Kč)	2008	2009	2010	2011
Aktiva	4 042	4 721	4 843	4 264
Dlouhodobý majetek	2 909	2 886	2 867	2 842
Oběžný majetek	1 133	1 834	1 976	1 422
Ostatní aktiva	0	1	0	0

Zdroj: vlastní zpracování



Graf 7.: Majetková struktura Společnosti (v mil. Kč)

Zdroj: Výroční zprávy společnosti – vlastní zpracování

Celková aktiva Společnosti v roce 2010 rostla pomaleji, v porovnání s předchozím rokem, tj. o necelá 3% oproti růstu aktiv o téměř 17% v roce 2009. V roce 2011 došlo

k meziročnímu poklesu hodnoty celkových aktiv o 12%. Dlouhodobý majetek Společnosti v roce 2010 mírně poklesl vlivem odpisů dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku. Hodnota dlouhodobého majetku meziročně poklesla také v roce 2011. V oběžném majetku je patrný růst, který je však nižší ve srovnání s růstem oběžných aktiv v roce 2009. Růst oběžného majetku v roce 2010 byl pozitivně ovlivněn nárůstem pohledávek. Z dlouhodobých pohledávek se na tomto růstu podílí zejména vyšší odložená daňová pohledávka a dlouhodobé poskytnuté zálohy. Růst krátkodobých pohledávek je způsoben zejména rostoucí pohledávkou z titulu nevyplaceného převodu zisku z dceřiné společnosti, rostoucími dohadnými účty aktiv a vyšší pohledávkou z titulu DPH. Pozitivní vlivy způsobující v roce 2010 růst oběžného majetku jsou však kompenzovány snížením krátkodobého finančního majetku (pokles peněžních prostředků z cashpoolingu) oproti roku 2009, kde tyto peněžní prostředky meziročně výrazně vzrostly. V roce 2011 zaznamenala Společnost dokonce pokles oběžného majetku o 28%, přičemž tento pokles byl způsoben především snížením hodnoty krátkodobých pohledávek a finančního majetku Společnosti.

Tab. 12: Horizontální analýza aktiv Společnosti

Aktiva k 31. 12. (tis. Kč)		relativní změna			absolutní změna		
		2009	2010	2011	2 009	2 010	2011
	AKTIVA CELKEM	16,8%	2,6%	-11,96%	679 535	121 659	-579 072
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	-0,8%	-0,7%	-0,9%	-22 730	-19 436	-24 579
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	-32,4%	-48,0%	-94,3%	-16	-16	-16
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-13,6%	-13,5%	-19,7%	-22 714	-19 420	-24 563
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0	0	0
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	62,0%	7,7%	-28,1%	701 746	141 901	-554 472
C. I.	Zásoby	0%	0%	0,0%	0	0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	-23,5%	135,5%	-27,5%	-4 637	20 429	-9 779
C. III.	Krátkodobé pohledávky	2,9%	12,6%	-10,2%	30 930	138 941	-126 737
C. IV.	Finanční majetek	1754,3%	-2,4%	-60,0%	675 453	-17 469	-417 956
D.	OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty	138,2%	-90,1%	-24,2%	519	-806	-22

Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobý majetek se v roce 2008 podílel na celkové výši majetku Společnosti ve výši 72%. V roce 2009 a 2010 činil podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech přibližně 60%. Naproti tomu v roce 2011 dochází vlivem snížení celkového objemu aktiv (díky poklesu oběžného majetku) ke zvýšení podílu dlouhodobého majetku na celkovém objemu aktiv a to na úroveň téměř 67%. Podíl krátkodobých pohledávek na celkové sumě aktiv se v průběhu sledovaných let pohybuje okolo 26%. Kolísání podílu

oběžného majetku na celkové hodnotě aktiv je tedy způsobeno výkyvy v krátkodobém finančním majetku Společnosti.

Tab. 13: Vertikální analýza aktiv Společnosti

Aktiva k 31. 12.		2008	2009	2010	2011
	AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	72,0%	61,1%	59,2%	66,7%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	4,1%	3,0%	2,6%	2,3%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	67,8%	58,1%	56,6%	64,3%
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	28,0%	38,9%	40,8%	33,3%
C. I.	Zásoby	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0,5%	0,3%	0,7%	0,6%
C. III.	Krátkodobé pohledávky	26,6%	23,4%	25,7%	26,2%
C. IV.	Finanční majetek	1,0%	15,1%	14,4%	6,5%
D.	OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní zpracování

3.3.2 Horizontální a vertikální analýza zdrojů financování

Rozložení zdrojů financování Společnosti se ve sledovaném období jeví jako relativně stálé. Poměr vlastního a cizího kapitálu Společnosti se pohybuje v letech 2008 – 2010 v poměru 75:25. V roce 2011 se tento poměr zvyšuje.

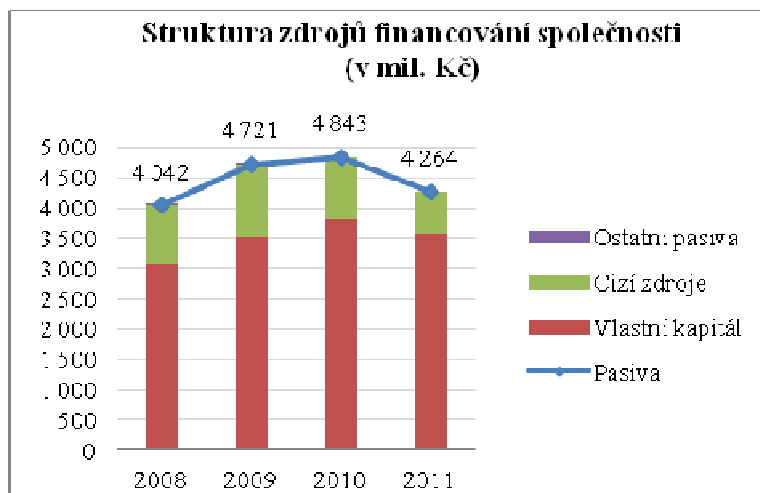
Tab. 14: Složení finančních zdrojů Společnosti (v mil. Kč)

Pasiva k 31. 12. (mil. Kč)	2008	2009	2010	2011
Pasiva	4 042	4 721	4 843	4 264
Vlastní kapitál	3 071	3 521	3 810	3 571
Cizí zdroje	971	1 200	1 033	692
Ostatní pasiva	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Celková pasiva Společnosti v roce 2010 rostla pomaleji, v porovnání s předchozím rokem, tj. o necelá 3% oproti růstu pasiv o 17% v roce 2009. V roce 2011 objem pasiv dokonce meziročně poklesl o 12%. Vlastní kapitál Společnosti v roce 2010 rostl vlivem rostoucího hospodářského výsledku. Tento růst je však nižší v porovnání s vývojem vlastního kapitálu v roce 2009, kdy meziročně došlo k nárůstu hospodářského výsledku o 449 913 tis. Kč. Oproti pozitivnímu vývoji ve vlastním kapitálu zaznamenala Společnost v roce 2010 pokles v cizích zdrojích financování. Tento pokles je způsoben snížením krátkodobých závazků a to zejména vlivem poklesu závazků z titulu přijatých

záloh. V roce 2011 došlo ve vlastním kapitálu k poklesu o 238 297 tis. Kč. Tento pokles byl způsoben především snížením výsledku hospodaření běžného období. Zároveň došlo v tomto k meziročnímu poklesu cizích zdrojů, zejména vlivem snížení krátkodobých závazků z obchodního styku o 34%.



Graf 8.: Finanční struktura Společnosti (v mil. Kč)

Zdroj: Výroční zprávy Společnosti – vlastní zpracování

Horizontální analýza pasiv za období 2008 až 2011 metodou absolutních a relativních změn je uvedena v tabulce 15.

Tab. 15: Horizontální analýza pasiv Společnosti

Pasiva k 31. 12. (tis. Kč)		relativní změna			absolutní změna		
		2009	2010	2011	2 009	2 010	2011
	PASIVA CELKEM	16,8%	2,6%	-12,0%	679 535	121 659	-579 073
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	14,7%	8,2%	-6,3%	450 159	288 622	-238 297
A. I.	Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	0,0%	0,0%	0,0%	0	0	0
A. IV.	Hospodářský výsledek minulých let	0,0%	0,0%	0,0%	246	596	443
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	153,9%	38,8%	-23,2%	449 913	288 026	-238 739
B.	CIZÍ ZDROJE	23,6%	-13,9%	-33,0%	229 440	-166 945	-340 776
B. I.	Rezervy	134,4%	215,1%	6,2%	4 510	16 921	1 533
B. II.	Dlouhodobé závazky	-100,0%	0,0%	0,0%	-29 006	489	0
B. III.	Krátkodobé závazky	31,7%	-15,5%	-34,0%	287 207	-184 355	-342 310
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	-100,0%	0,0%	0,0%	-33 272	0	0
C.	OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv	-78,8%	-99,5%	-100,0%	-64	-17	0

Zdroj: vlastní zpracování

Podíl vlastního kapitálu na celkové výši pasiv se v letech 2008 – 2009 pohyboval okolo 75%. V dalších letech docházelo k postupnému navyšování podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu Společnosti a to v roce 2010 na téměř 79% a v roce 2011 dokonce na 84%. Hodnota podílu cizího kapitálu na celé sumě aktiv se v roce 2008 a 2009 pohybovala okolo 25%, v následujících letech pak docházelo k poklesu.

Tab. 16: Vertikální analýza pasiv Společnosti

Pasiva k 31. 12. (tis. Kč)		2008	2009	2010	2011
	PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	76,0%	74,6%	78,7%	83,8%
A. I.	Základní kapitál	23,8%	20,3%	19,8%	22,5%
A. II.	Kapitálové fondy	7,9%	6,8%	6,6%	7,5%
A. III.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	6,6%	5,6%	5,5%	6,2%
A. IV.	Hospodářský výsledek minulých let	30,5%	26,1%	25,5%	28,9%
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	7,2%	15,7%	21,3%	18,6%
B.	CIZÍ ZDROJE	24,0%	25,4%	21,3%	16,2%
B. I.	Rezervy	0,1%	0,2%	0,5%	0,6%
B. II.	Dlouhodobé závazky	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
B. III.	Krátkodobé závazky	22,4%	25,3%	20,8%	15,6%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
C.	OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní zpracování

3.4 Analýza výnosů, nákladů a zisku Společnosti

Společnost si v období hospodářské recese vedla dobře z pohledu výše zisku. Přestože docházelo k postupnému snižování objemu prodeje zákazníkům, příznivý poměr mezi nákupní a prodejní cenou způsobil, že v letech 2009 a 2010, kdy se v české ekonomice naplno projevuje ekonomická recese, zvyšovala Společnost svůj výdělek. V roce 2009 bylo dosaženo meziročně o téměř 2,5krát většího čistého zisku, než v předchozím roce, a v roce 2010 to bylo o dalších 39% více. Tento růst za situace, kdy odcházejí zákazníci ke konkurenci a Společnost ztrácí tržní podíl po desítkách procent, není dlouhodobě udržitelný. Období poklesu je patrné již z výsledků roku 2011, kdy zisk Společnosti meziročně poklesl o 23%.

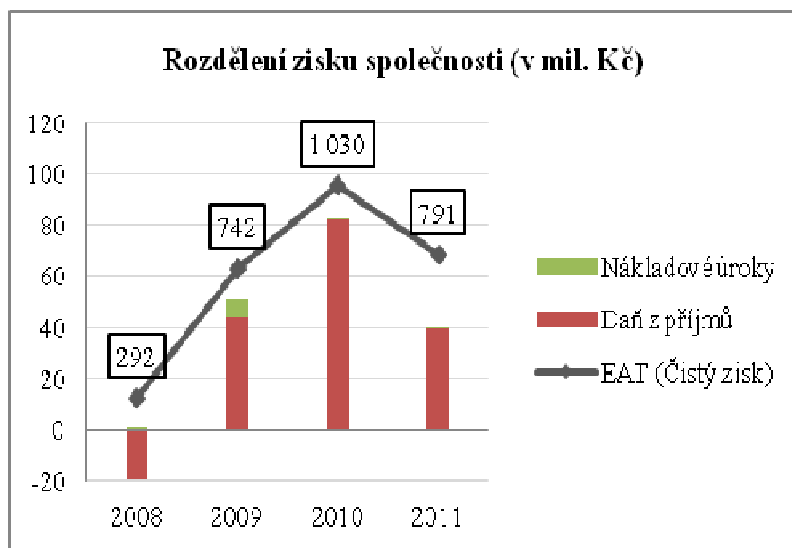
Vývoj dosaženého zisku Společnosti ve sledovaném období je obsažen v tabulce 17.

Tab. 17: Vývoj zisku Společnosti (v mil. Kč)

Vývoj zisku (v mil. Kč)	2008	2009	2010	2011
EAT (Čistý zisk)	292	742	1 030	791
EBT (Zisk před zdaněním)	273	786	1 112	831
EBIT	274	793	1 112	831
EBITDA	291	806	1 133	840
Nákladové úroky	1	7	0	0
Odpisy	17	13	20	9
Daň z příjmů	-19	44	82	39

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2009 došlo ke zvýšení daňové povinnosti a přibližně 44 mil. Kč bylo odvedeno do státního rozpočtu na daních. Společnost současně čerpala v průběhu roku finanční prostředky v rámci cashpoolingu skupiny RWE ČR, což představovalo nákladové úroky ve výši 6,6 mil. Kč. V podniku zůstal čistý zisk ve výši 742 mil. Kč. V roce 2010 vlivem vysoké obchodní marže vzrostla daňová povinnost na 82 mil. Kč. Společnosti zůstal v tomto roce čistý zisk ve výši 1 030 mil. Kč, který byl rozdělen akcionářům. V roce 2011 došlo k poklesu realizované obchodní marže a snížila se daňová povinnost na 39 mil. Kč. Čistý zisk Společnosti, který bude rozdělen téměř v plné výši mezi akcionáře, činil 791 mil. Kč.



Graf 9.: Rozdělení zisku Společnosti (v mil. Kč)

Zdroj: Výroční zprávy Společnosti – vlastní zpracování

3.4.1 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

Analýza vývoje výsledku hospodaření Společnosti je provedena pomocí absolutních a relativních ukazatelů za období 2008 – 2011.

Tab. 18: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát Společnosti

Výkaz zisků/ztrát (v tis. Kč)	relativní změna			absolutní změna		
	2009	2010	2011	2 009	2 010	2 011
Tržby za prodej zboží	-5,2%	-6,5%	-14,3%	-432 419	-510 477	-1 051 529
Náklady vynaložené na prodané zboží	-8,8%	-9,0%	-11,8%	-714 028	-667 093	-800 007
OBCHODNÍ MARŽE	227,0%	38,6%	-44,7%	281 609	156 616	-251 522
Výkony	-20,5%	91,5%	40,3%	-5 197	18 489	15 590
Výkonová spotřeba	-40,8%	37,7%	-5,3%	-2 835	1 553	-303
PŘIDANÁ HODNOTA	195,9%	41,1%	-39,6%	279 246	173 552	-235 629
Osobní náklady	57,1%	-6,4%	-7,4%	13 221	-2 312	-2 508
Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	-19,2%	50,7%	-55,3%	-3 189	6 821	-11 215
Ostatní provozní výnosy	51,5%	15,5%	-8,1%	237 670	108 491	-65 452
Ostatní provozní náklady	-6,1%	-14,3%	-3,3%	-18 471	-40 471	-10 988
PROVOZNÍ Výsledek hospodaření	199,6%	40,3%	-25,2%	525 356	318 006	-279 269
Výnosové úroky	-59,3%	30,2%	-39,9%	-6 547	1 353	-2 328
Nákladové úroky	471,9%	-99,9%	675,0%	5 482	-6 640	27
FINANČNÍ Výsledek hospodaření	-121,9%	-370,4%	-40,4%	-12 029	7 993	-2 355
Výsledek hosp. PŘED ZDANĚNÍM	188,0%	41,5%	-25,3%	513 326	325 999	-281 624
Daň z příjmů za běžnou činnost	-329,4%	86,0%	-52,2%	63 410	37 972	-42 885
Výsledek hosp. ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ	153,9%	38,8%	-23,2%	449 916	288 027	-238 739

Zdroj: vlastní zpracování

Obchodní marže Společnosti v roce 2010 vzrostla o téměř 39%, což odpovídá přibližně hodnotě 157 mil. Kč. Přestože se jedná o pozitivní vliv na hospodářský výsledek z provozní činnosti, oproti předchozímu roku se jedná o výrazně nižší růst, neboť v roce 2009 obchodní marže meziročně narostla o téměř 282 mil. Kč. Od roku 2008, kdy se začaly projevovat první důsledky ekonomické recese, a zákazníci realizovali úsporná opatření, je patrný pokles tržeb z prodeje energií. Současně však dochází k poklesu nákladů na nákup těchto energií, který je téměř dvojnásobný ve srovnání s poklesem tržeb. Tento fakt významně přispěl k dobrým výsledkům roku 2009. V roce 2010 se již poměr poklesu tržeb a poklesu nákladů přibližuje, přesto náklady na nákup energií klesají rychleji než tržby a to opět přispělo k velmi dobrým výsledkům roku 2010. Naproti tomu v roce 2011 dochází k poklesu obchodní marže o 252 mil. Kč, přičemž tento negativní vývoj je ovlivněn rychlejším tempem poklesu tržeb ve srovnání

s poklesem nákladů. Osobní náklady v roce 2010 ve Společnosti meziročně poklesly o více než 6% a tento pokles pokračuje i v roce 2011. Odpisy majetku se v roce 2010 zvýšily o 7 mil. Kč, v roce 2011 pak meziročně poklesly o více než 55%. Ostatní provozní výnosy jsou ovlivněny zejména vyšší očekávaného převodu zisku dceřiné společnosti. V roce 2009 a 2010 došlo k růstu ostatních provozních výnosů o 52% a 15%. V roce 2011 byl zaznamenán pokles provozních výnosů o 8% právě vlivem poklesu zisku dceřiné společnosti.

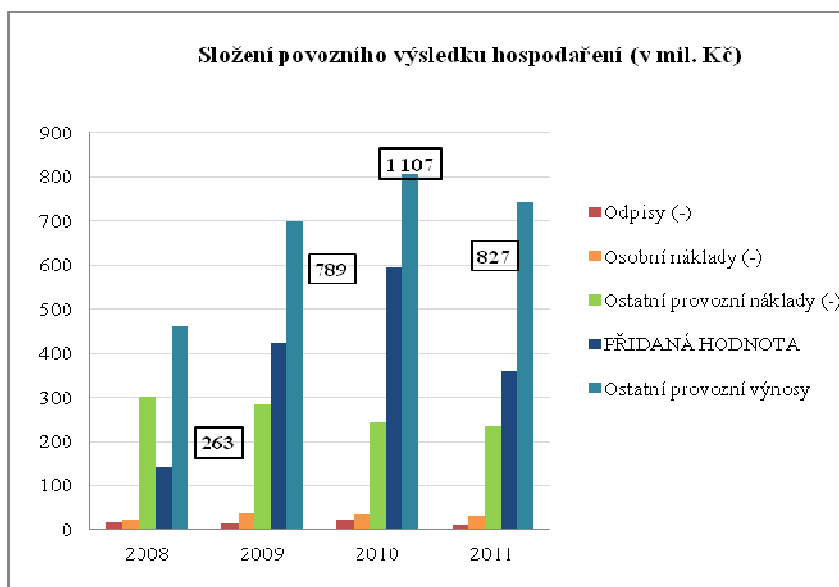
Tab. 19: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát Společnosti

Výkaz zisků a ztrát	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej zboží	99,7%	99,7%	99,5%	99,1%
Náklady vynaložené na prodané zboží	98,2%	94,6%	91,9%	94,2%
OBCHODNÍ MARŽE	1,5%	5,2%	7,6%	4,9%
Výkony	0,3%	0,3%	0,5%	0,9%
Výkonová spotřeba	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
PŘIDANÁ HODNOTA	1,7%	5,4%	8,1%	5,7%
Osobní náklady	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%
Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	0,2%	0,2%	0,3%	0,1%
Ostatní provozní výnosy	5,6%	8,9%	10,9%	11,7%
Ostatní provozní náklady	3,6%	3,6%	3,3%	3,7%
PROVOZNÍ Výsledek hospodaření	3,2%	10,0%	15,0%	13,0%
Výnosové úroky	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Nákladové úroky	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
FINANČNÍ Výsledek hospodaření	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
Výsledek hospodaření PŘED ZDANĚNÍM	3,3%	10,0%	15,1%	13,1%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-0,2%	0,6%	1,1%	0,6%
Výsledek hospodaření ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ	3,5%	9,4%	14,0%	12,5%

Zdroj: vlastní zpracování

Základnou pro vypracování vertikální analýzy byly zvoleny Tržby z prodeje zboží⁴⁵ a služeb. Podíl obchodní marže na tržbách od roku 2008 do roku 2010 roste na úroveň 7,6%. V roce 2011 se podíl snížil na 4,9%. Podobný vývoj je u přidané hodnoty. Podíl osobních nákladů na tržbách se od roku 2009 drží na úrovni 0,5%. Podíl ostatních provozních výnosů v průběhu sledovaného období postupně roste z 5,6% na 11,7% v roce 2011. Naproti tomu podíl ostatních provozních nákladů na tržbách kolísá v průběhu let okolo 3,5%, v roce 2011 se mírně zvyšuje.

⁴⁵ Zbožím je zde myšleno energie (zemní plyn a elektrická energie) nakoupené za účelem prodeje



Graf 10.: Složení provozního výsledku hospodaření Společnosti (v mil. Kč)

Zdroj: Výroční zprávy Společnosti – vlastní zpracování

V roce 2008 činil provozní zisk Společnosti 263 mil. Kč, v roce 2009 došlo k meziročnímu růstu o 525 mil. Kč a v roce 2010 pak o dalších 318 mil. Kč. Rok 2011 znamenal pokles o 279 mil. Kč. Společnost nevyvíjí žádné aktivity mimořádného charakteru a tak je výsledný čistý zisk přibližně 95% tvořen právě provozním výsledkem hospodaření Společnosti.

3.5 Analýza pracovního kapitálu a likvidity

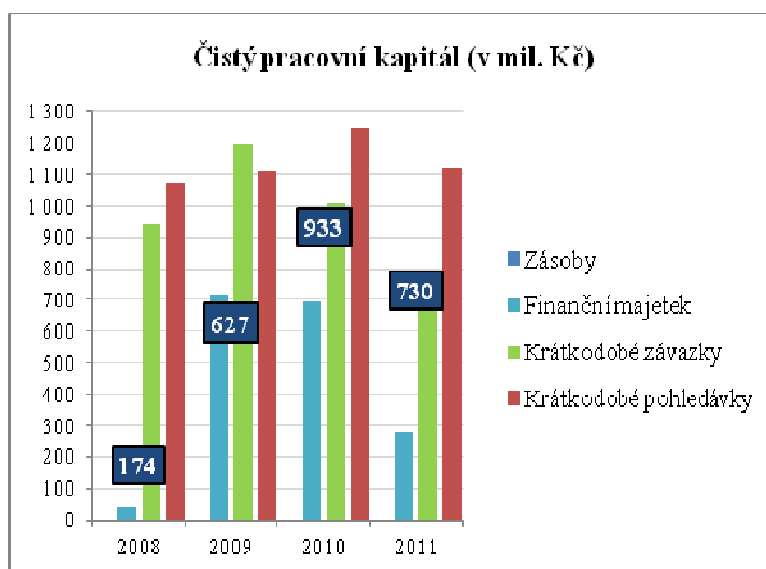
Analýza čistého pracovního kapitálu Společnosti ukazuje dostatek prostředků v letech 2009 až 2011 na pokrytí splatných závazků. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžném majetku je v tomto časovém období v souladu s doporučenými hodnotami (30 – 50%). V roce 2008 na tom však Společnost byla hůře. Podíváme-li se na vývoj podílu čistého pracovního kapitálu na aktivech Společnosti, vidíme od roku 2008 postupný růst. V roce 2011 již dochází k poklesu, což může být známkou budoucího nepříznivého vývoje.

Tab. 20: Vývoj čistého pracovního kapitálu Společnosti (v mil. Kč)

Pracovní kapitál (v mil. Kč)	2008	2009	2010	2011
AKTIVA	4 041,6	4 721,2	4 842,8	4 263,8
Oběžná aktiva	1 112,8	1 819,2	1 940,7	1 396,0
Zásoby	0,0	0,0	0,0	0,0
Krátkodobé pohledávky	1 074,3	1 105,3	1 244,2	1 117,5
Finanční majetek	38,5	714,0	696,5	278,5
Krátkodobé závazky	938,4	1 192,3	1 008,0	665,7
Krátkodobý cizí kapitál	905,1	1 192,3	1 008,0	665,7
Krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci	33,3	0,0	0,0	0,0
Čistý pracovní kapitál	174,5	626,9	932,7	730,3
Podíl ČPK / OA	16%	34%	48%	52%
Podíl ČPK / A	4%	13%	19%	17%

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost ve svém majetku neeviduje žádné zásoby. Pracovní kapitál je pozitivně ovlivněn zejména pohledávkami z obchodních vztahů, které do roku 2010 rostly a v roce 2011 poklesly. Dále je zde vliv krátkodobého finančního majetku, který v letech 2009 a 2010 byl ve Společnosti evidován na vysoké úrovni a v roce 2011 pak významně poklesl. Na vývoj pracovního kapitálu působí krátkodobé závazky negativně v roce 2009, kdy došlo k jejich zvyšování. V letech 2010 a 2011, kdy dochází k poklesu závazků, má tento pokles spíše pozitivní vliv na čistý pracovní kapitál.



Graf 11.: Čistý pracovní kapitál Společnosti (v mil. Kč)

Zdroj: Výroční zprávy Společnosti – vlastní zpracování

Z analýzy čistého pracovního kapitálu vychází situace Společnosti ve sledovaném období pozitivně. K posouzení rizika platební neschopnosti pro věřitele slouží další měřítko, kterými jsou běžná likvidita, pohotová či hotovostní (okamžitá) likvidita.

Tab. 21: Vybrané ukazatele likvidity Společnosti

Vybrané ukazatele likvidity	2008	2009	2010	2011
Běžná likvidita	1,19	1,53	1,93	2,10
Pohotová likvidita	1,19	1,53	1,93	2,10
Okamžitá likvidita	0,04	0,60	0,69	0,42

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota běžné likvidity v roce 2008 se pohybovala pod doporučenými hodnotami (1,5 – 2,5). V roce 2009 hodnota tohoto ukazatele vzrostla na 1,53 a dostala se na spodní hranici doporučených hodnot. V roce 2010 a 2011 běžná likvidita Společnosti dále rostla. Ukazatel pohotové likvidity Společnosti se v letech 2008 a 2009 pohybuje na úrovni doporučených hodnot (1 – 1,5), zatímco v roce 2010 a 2011 již tato doporučení výrazně překračuje. Hotovostní likvidita v roce 2008 vykazuje příliš nízké hodnoty, neodpovídající doporučené úrovni. Naproti tomu v letech 2009 a 2010 překračuje doporučený interval (0,2 – 0,5). V roce 2011 index hotovostní likvidity klesá na úroveň, která je v souladu s doporučeními. Další zvyšování pohotové a okamžité likvidity by pro Společnost mohlo znamenat neefektivní využívání finančních prostředků.

3.6 Analýza aktivity

Analýzou aktivity měříme účinnost a intenzitu nakládání s jednotlivými položkami aktiv při podnikatelské činnosti. Důležitým ukazatelem je průměrná doba splatnosti pohledávek, která vypovídá o tom, kolik dní poskytuje firma v průměru svým zákazníkům produkty a služby na bezúročný úvěr.

Obrat celkových aktiv ve sledovaném období klesal, přesto je však hodnota ukazatele vyšší, než minimální doporučená hodnota. Příčinou snižování jsou zejména klesající tržby z prodeje zboží a služeb. Zde by se Společnost měla zaměřit na vývoj tržeb a vývoj aktiv a usilovat spíše o opačný trend, tedy o zvyšování obrátu aktiv. Obrat pohledávek ve sledovaném období mírně roste. Znamená to, že postupem času je Společnost schopna transformovat pohledávky v likvidní prostředky stále častěji.

Průměrná doba splatnosti pohledávek se pohybuje okolo 24 dnů, zatímco průměrná doba splatnosti závazků v letech 2009 a 2010 kolísá mezi 40 a 50 dny a v roce 2011 se snižuje na 37 dní. Snižující se hodnota doby splatnosti závazků by měla být pro Společnost signálem, že je třeba posílit svou vyjednávací pozici u dodavatelů a pokusit se dohodnout prodloužení doby splatnosti krátkodobých závazků. V každém směru je třeba sledovat průměrnou dobu splatnosti pohledávek a závazků a snažit se o zachování určité časové rezervy, aby se Společnost nedostala do situace, kdy svým dodavatelům hradí závazky dříve, než inkasuje adekvátní ekvivalent od svých zákazníků.

Tab. 22: Vybrané ukazatele aktivity Společnosti

Ukazatele aktivity	2008	2009	2010	2011
Obrat celkových aktiv	2,06	1,67	1,52	1,49
Obrat pohledávek	14,07	15,21	15,28	15,34
Obrat závazků	9,37	6,86	8,04	9,77
<i>Doba obratu pohledávek (dny)</i>	26	24	24	24
<i>Doba obratu závazků (dny)</i>	39	53	45	37

Zdroj: vlastní zpracování

3.7 Analýza profitability (rentability)

Ukazatele rentability jsou relativní měřítko tvorby zisku, které se používají k mezipodnikovému srovnávání, nebo se analyzují na úrovni podniku v čase.

Tab. 23: Vybrané ukazatele rentability Společnosti

Vybrané ukazatele rentability	2008	2009	2010	2011
Rentabilita tržeb (ROS)	3,3%	10,1%	15,1%	13,1%
Rentabilita aktiv (ROA)	6,8%	16,8%	23,0%	19,5%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	9,5%	21,1%	27,0%	22,2%

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků vybraných ukazatelů rentability v letech 2008 – 2010 je zřejmé, že dochází ve Společnosti ke zlepšení rentability ve všech směrech. V roce 2011 se však vývoj mění a rentabilita tržeb, vlastního kapitálu i aktiv Společnosti klesá.

Pro větší detail lze využít pyramidového rozkladu ukazatele rentability vlastního kapitálu na jednotlivé části, jehož rozklad je uveden v tabulce 24.

Z rozkladu vrcholového ukazatele rentability vlastního kapitálu je zřejmé, že na pozitivním vývoji v letech 2009 a 2010 se podílel především růst ziskové marže (rentability tržeb). Růst rentability tržeb, byl způsoben zejména rostoucím

hospodářských výsledkem a to navzdory klesajícím tržbám. Růst hospodářského výsledku je dán rychlejším tempem poklesu nákladů na nákup energií ve srovnání s poklesem tržeb. Dochází tak i přes klesající množství prodaného zemního plynu k realizaci vyšší obchodní marže, která ovlivňuje hospodářský výsledek. Tento vývoj však nebyl dlouhodobě udržitelný a tak v roce 2011 je patrný pokles rentability tržeb o 2%. Mezi další významné faktory ovlivňující rentabilitu vloženého kapitálu patří daňová redukce zisku, která se v letech 2009 – 2011 pohybovala okolo 95% a finanční páka, tj. poměr aktiv k vloženému kapitálu, která do roku 2010 byla na konstantní úrovni a v roce 2011 poklesla.

Tab. 24: Rozklad rentability vlastního kapitálu Společnosti

Rozklad ROE	2008	2009	2010	2011
ROE	9,5%	21,1%	27,0%	22,2%
Úroková redukce zisku	99,6%	99,2%	100,0%	100,0%
Daňová redukce zisku	107,1%	94,4%	92,6%	95,3%
Finanční páka	1,3	1,3	1,3	1,2
ROA	6,8%	16,8%	23,0%	19,5%
Obrat aktiv	2,06	1,67	1,52	1,49
<i>Tržby (v mil. Kč)</i>	<i>8 309</i>	<i>7 871</i>	<i>7 379</i>	<i>6 343</i>
<i>Aktiva (v mil. Kč)</i>	<i>4 042</i>	<i>4 721</i>	<i>4 843</i>	<i>4 264</i>
ROS	3,3%	10,1%	15,1%	13,1%
<i>Přidaná hodnota</i>	<i>143</i>	<i>422</i>	<i>595</i>	<i>360</i>
<i>Osobní náklady</i>	<i>23</i>	<i>36</i>	<i>34</i>	<i>32</i>
<i>Odpisy</i>	<i>17</i>	<i>13</i>	<i>20</i>	<i>9</i>
<i>Ostatní V - N</i>	<i>160</i>	<i>421</i>	<i>571</i>	<i>512</i>

Zdroj: vlastní zpracování

3.8 Analýza zadluženosti

Analýza zadluženosti slouží k posouzení rizika, kterému podnik může čelit při dané struktuře majetku a zdrojů jeho financování. Cílem podniků by měla být taková finanční struktura, která bude představovat co nejnižší náklady na kapitál a bude odpovídat časové struktuře majetku.

Analýzou ukazatelů zadluženosti v letech 2008 – 2011 bylo zjištěno, že Společnost využívá ke své činnosti ve větší míře vlastní zdroje financování a příliš se nezadlužuje dlouhodobým cizím kapitálem.

Tab. 25: Vybrané ukazatelé zadluženosti Společnosti

Ukazatele zadluženosti	2008	2009	2010	2011
Equity Ratio	76,0%	74,6%	78,7%	83,8%
Debt Ratio	23,9%	25,3%	20,8%	15,6%
Debt Equity Ratio	31,5%	33,9%	26,5%	18,7%
Úrokové krytí	236	119	278 086	26 798
Úroková redukce zisku	1,0	1,0	1,0	1,0
Finanční páka	1,3	1,3	1,3	1,2
multiplikátor jmění vlastníků	1,3	1,3	1,3	1,2
Krytí DM vlastním kapitálem	1,1	1,2	1,3	1,3
Krytí DM dlouhodobými zdroji	1,1	1,2	1,3	1,3

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel samofinancování v období 2008 – 2010 vykazuje hodnoty okolo 76%. V roce 2011 však výrazněji roste na úroveň téměř 84%. Poměr vlastního kapitálu na celkovém objemu zdrojů financování se tak meziročně o 5% zvýšil. Ukazatel celkové zadluženosti v roce 2009 mírně roste a následně v letech 2010 a 2011 klesá. Pro investory znamená klesající zadluženost snižování rizika. Z analýzy ukazatele krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem vyplývá, že podnik k financování svých dlouhodobých aktiv využívá vlastní dlouhodobý kapitál a dává tak přednost stabilitě a nikoliv vyšším výnosům a riziku. Potvrzuje to obezřetnost a zdrženlivost podniku ve využívání cizích úročených zdrojů financování. Rovněž multiplikátor jmění vlastníků, který vychází větší než 1, vypovídá o finanční politice podniku, která je spíše obezřetná a opatrnostní. Nutno však podotknout, že zvýšení rentability vlastního kapitálu by za těchto podmínek mohla Společnost dosáhnout použitím úročených cizích zdrojů a nemusela by přitom nijak ohrozit svou finanční situaci. Úročený cizí kapitál je totiž obecně levnějším zdrojem financování, než kapitál vlastní. Hodnota ukazatele krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji ve sledovaném období je vyšší než 1 a má rostoucí trend. Doporučeno je přitom udržovat hodnotu tohoto ukazatele na úrovni 1. Rostoucí ukazatel podniku sice znamená stabilitu a jistotu, ale podnik financuje stále větší část i krátkodobého majetku drahými dlouhodobými zdroji a dostává se do situace, kdy bude překapitalizován.

3.9 Analýza ukazatelů tržní hodnoty akcií

Ukazatelé kapitálového trhu dávají informace o tom, zda pro investory představuje vložení prostředků do nákupu akcií podniku jistotu návratnosti této investice a zároveň jaký mohou očekávat finanční výnos.;

Tab. 26: Vybrané ukazatelé kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu	2008	2009	2010	2011
Tržní hodnota akcie	6 510 Kč	5 500 Kč	4 970 Kč	10 800 Kč
Účetní hodnota akcie	3 197 Kč	3 665 Kč	3 966 Kč	3 718 Kč
EPS (Čistý zisk na akcii)	304 Kč	773 Kč	1 072 Kč	824 Kč
P/E ratio	21,4	7,1	4,6	13,1
M/B ratio	2,0	1,5	1,3	2,9
DPS (Dividenda na akcii)	472 Kč	304 Kč	772 Kč	1 072 Kč
Dividendový výnos	7,3%	5,5%	15,5%	9,9%
Aktivační poměr	155,1%	39,3%	72,0%	130,1%

Zdroj: vlastní zpracování

Účetní hodnota akcií do roku 2010 vykazovala rostoucí trend, což ukazuje na finanční stabilitu a dobrou finanční situaci podniku. V roce 2011 však došlo k poklesu, což může být signálem začínajících potíží. Tržní hodnota akcií se však vyvíjela zcela opačným trendem. Od roku 2008 docházelo k poklesu a v roce 2011 cena akcií vzrostla na rekordní úroveň. Zisk na akcii od roku 2008 zaznamenal rostoucí tendenci. V roce 2011 se však vývoj obrací na druhou stranu a zisk na akcii oproti roku 2010 klesá o 23%. Poměr tržní ceny akcie a zisku připadajícího na jednu akcii byl v roce 2008 vysoký, vlivem vyšší tržní ceny a relativně nízkého zisku na akcii. V roce 2009 došlo k poklesu P/E a v roce 2010 byli investoři ochotni zaplatit za jednotku zisku necelých 5 Kč, zatímco v roce 2011 by za akcie vydali až 2,5krát více. Dividendový výnos, který se ve Společnosti váže k dosaženým výsledkům z hospodaření v provozní oblasti, klesl v roce 2009 na 5,5%, v roce 2010 téměř trojnásobně vzrostl a v roce 2011 opět klesl na úroveň 9,9%.

3.10 Analýza dalších ukazatelů

Mezi méně používané ukazatele patří produktivita práce a její různé formy. Zejména ukazatelé podílu mzdových nákladů na tržbách podniku podávají informaci, kolik z objemu tržeb za prodané zboží a služby náleží zaměstnancům. Také průměrná měsíční mzda může být velmi zajímavým ukazatelem, který vypovídá o tom, jak jsou zaměstnanci podniku hodnoceni za svou práci.

Tab. 27: Vybrané ukazatelé produktivity práce

Ukazatele produktivity práce	2008	2009	2010	2011
Přidaná hodnota na zaměstnance (v tis. Kč)	3 476	8 787	12 149	7 993
Tržby na zaměstnance (v tis. Kč)	202 649	163 979	150 592	140 957
Průměrná roční mzda zaměstnance (v tis. Kč)	297,0	545,9	477	484
Průměrná měsíční mzda zaměstnance (v tis. Kč)	24,7	45,5	39,8	40,3
Podíl mzdových nákladů na tržbách	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%
Podíl osobních nákladů na tržbách	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě Společnosti	16,2%	8,6%	5,7%	8,8%

Zdroj: vlastní zpracování

Velkost přidané hodnoty připadající na jednoho zaměstnance Společnosti rostla v letech 2008 – 2010, přičemž byla nejvíce ovlivněna příznivým vývojem mezi tržbami a náklady na nákup energií, kdy větší pokles nákladů ve srovnání s poklesem tržeb představoval rostoucí obchodní marži Společnosti. V roce 2011 se již vývoj v meziročních změnách nákladů a tržeb z prodeje zboží a služeb nejevil již tak příznivý a přidaná hodnota Společnosti připadající na jednoho zaměstnance klesla. V roce 2011 však zároveň dochází k poklesu počtu zaměstnanců, což má na tento ukazatel spíše pozitivní vliv. Průměrná měsíční mzda zaměstnance Společnosti se pohybuje na velmi vysoké úrovni, a dalo by se říci, že v letech 2010 a 2011 vykazuje přibližně konstantních hodnot. Zde však musíme vzít v úvahu, že počet zaměstnanců v roce 2011 poklesl a průměrná mzda je přitom zachována, došlo tedy k mírnému nárůstu mzdových nákladů. Přesto se však podíl mzdových nákladů na tržbách Společnosti pohybuje na úrovni 0,3% již dlouhodobě. Poměr osobních nákladů a přidané hodnoty Společnosti udává, jaký objem nákladů na výplatu mezd, zdravotního a sociálního pojištění a případné sociální benefity pracovníků, je vyplacen z přidané hodnoty Společnosti.

Tento poměr byl ve Společnosti v roce 2008 úrovni 16%. Během období 2009 až 2010 došlo k poklesu celkem o více než 10%, což bylo způsobeno velkým růstem obchodní marže a přidané hodnoty. V roce 2011 dochází k růstu poměru osobních nákladů a přidané hodnoty zejména z důvodu poklesu ukazatele ve jmenovateli, tedy poklesu přidané hodnoty při zachování téměř stejné úrovně osobních nákladů, jako v roce 2010.

Tab. 28: Ostatní ukazatelé Společnosti

Ostatní ukazatele	2008	2009	2010	2011
Podíl přidané hodnoty Společnosti na tržbách	1,7%	5,4%	8,1%	5,7%
Podíl osobních nákladů na tržbách Společnosti	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%
Podíl odpisů majetku na tržbách Společnosti	0,2%	0,2%	0,3%	0,1%
Podíl ostatní výnosů na tržbách	5,6%	8,9%	11,0%	11,8%
Podíl ostatní nákladů na tržbách	3,6%	3,6%	3,3%	3,7%

Zdroj: vlastní zpracování

Z analýzy ostatních ukazatelů Společnosti je zajímavý vývoj podílu Ostatní výnosů na tržbách, který od roku 2008 neustále roste. Hlavní položkou ostatní výnosů, ovlivňující ve velké míře tento pozitivní vývoj, jsou nevyplacené zisk dceřiné společnosti VČP Net s. r. o., které v roce 2009 a v roce 2010 meziročně velmi výrazně narostly. Naproti tomu podíl ostatních nákladů na tržbách je dlouhodobě přibližně konstantní na úrovni okolo 3,5%.

3.11 Analýza důvěryhodnosti, bonity a bankrotního rizika

K posouzení finanční situace Společnosti a vyhodnocení, zda existuje v budoucích letech riziko bankrotu, byl vybrán Altmanův bankrotní model. Pro výpočet je uvažováno s modelem Z-skóre pro společnosti obchodované na veřejných trzích, neboť Společnost má akcie kótovány na Burze cenných papírů Praha.

Tab. 29: Altmanův model bankrotu

Altmanův model		2008	2009	2010	2011
Čistý pracovní kapitál / Aktiva	1,2	0,05	0,16	0,23	0,21
Nerozdělené zisky / Aktiva	1,4	0,53	0,59	0,65	0,66
EBIT / Aktiva	3,3	0,22	0,55	0,76	0,64
Vlastní kapitál / Cizí zdroje	0,6	3,87	2,64	2,77	8,99
Tržby / Aktiva	1,0	2,06	1,67	1,52	1,49
Z - skóre		6,72	5,61	5,94	11,99

Zdroj: vlastní zpracování

Podle výsledků Z-skóre je hodnota ve všech sledovaných letech vyšší než doporučená hodnota 2,99. Tato doporučená a žádoucí hodnota, která byla stanovena na základě dlouhodobých analýz, značí uspokojivou finanční situaci analyzovaného podniku. Společnosti tedy dle výsledků Altmanova modelu v příštích dvou letech bankrot nehrozí. Pozitivní vývoj Z-skóre je ovlivněn zejména tržní hodnotou akcií a obratem aktiv.

Pro hodnocení bonity či rizika bankrotu slouží, podobně jako Altmanův model, také ukazatele IN95, IN91 a IN01. Vývojem těchto ukazatelových systémů se zabývali manželé Neumaierovi, kteří jsou autory celé řady dalších ekonomických modelů⁴⁶.

K vyhodnocení finanční situace Společnosti je použito modelu IN01.

Tab. 30: Index bonity a bankrotu - IN01

Kombinovaný index	Váhy	2008	2009	2010	2011
Aktiva / Cizí zdroje	0,13	0,5	0,5	0,6	0,8
EBIT / nákladové úroky	0,04	9,4	4,8	11 123,5	1 071,9
EBIT / Aktiva	3,92	0,3	0,7	0,9	0,8
Výnosy / Aktiva	0,21	0,5	0,4	0,4	0,3
Oběžná aktiva / (kr.závazky + kr.úvěry)	0,09	0,1	0,1	0,2	0,2
IN01		10,8	6,5	11 125,5	1 074,0

Zdroj: vlastní zpracování

Vypočtená hodnota indexu IN01 pro Společnost se ve všech letech pohybuje vysoce nad doporučenou úrovní ve výši 1,77. Podle výsledků modelu IN01 tvoří Společnost ekonomický zisk a přispívá k tvorbě hodnoty pro své vlastníky. Nejvýznamněji je model ovlivněn vývojem ukazatele úrokového krytí, který vychází pro Společnost velmi vysoký. Je to zejména díky tomu, že Společnosti při své činnosti nevyužívá příliš často úročený dlouhodobý cizí kapitál a volí spíše politiku finanční stability a nikoliv rizika a zadlužování.

⁴⁶ Například modelu INFA využívaného Ministerstvem průmyslu a obchodu pro benchmarkingové srovnávání podnikatelských subjektů, dostupného také na www.mpo.cz

3.12 Srovnání vývoje Společnosti s odvětvím

Srovnání výsledků finanční analýzy Společnosti s odvětvím je provedeno pro období let 2008 – 2010. Data, na jejich základě je možné provést srovnání, vypracovalo Ministerstvo průmyslu a obchodu ve svých finančních analýzách podnikatelské sféry. Odvětvím je rozuměno energetické odvětví označováno v analýzách MPO pod odvětvovou klasifikací Výroba a rozvod elektřiny a plynu (NACE – D).

3.12.1 Analýza rentability

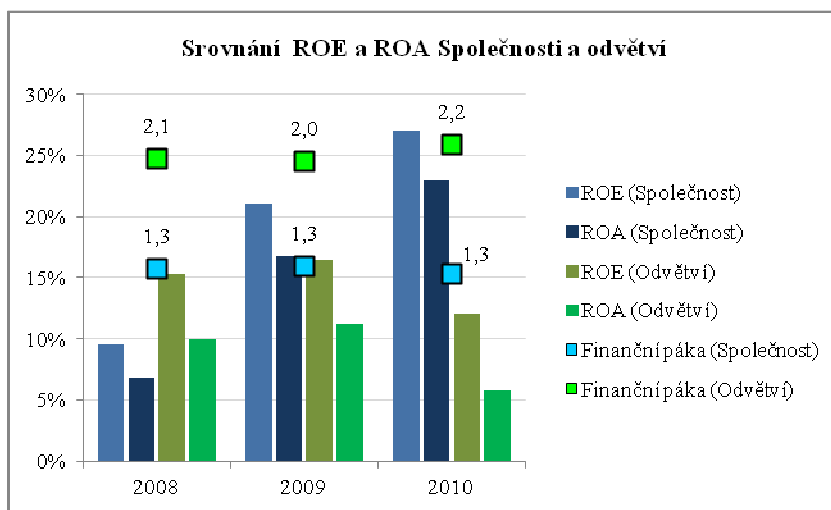
Vývoj rentability odvětví a Společnosti se vyvíjel v průběhu let 2008 až 2010 poněkud odlišně. Rentabilita vlastního kapitálu odvětví v roce 2009 mírně vzrostla, přestože v tomto roce se v ekonomice nejvíce projevil hospodářský propad. V roce 2010 však již dochází k poklesu ukazatele rentability vlastního kapitálu (ROE). Naproti tomu ve Společnosti docházelo ve sledovaném období k nárůstu, přičemž mezi roky 2008 a 2009 byl tento růst skokový (více než dvojnásobný). Rentabilita vlastního kapitálu je ve Společnosti ovlivněna pozitivním vývojem v ziskové marži. Vývoj ziskové marže v odvětví zaznamenává v roce 2010 výrazný propad, naopak vývoj rentability tržeb Společnosti je rostoucí. Obrat aktiv se v odvětví zvyšoval a pozitivně ovlivňoval vývoj ROE, naproti tomu ve Společnosti docházelo v průběhu sledovaného období k poklesu a spíše negativnímu působení na ROE. Hodnotu rentability vlastního kapitálu odvětví zvyšuje působení finanční páky, která výrazně převyšuje hodnotu 1.

Tab. 31: Rozklad ROE Společnosti – srovnání s odvětvím

Ukazatelé rentability		2008	2009	2010
Společnost	ROE	9,5%	21,1%	27,0%
	Daňová redukce zisku	107,1%	94,4%	92,6%
	Finanční páka	1,3	1,3	1,3
	ROA	6,8%	16,8%	23,0%
	Obrat aktiv	2,1	1,7	1,5
	ROS	3,3%	10,1%	15,1%
Odvětví	ROE	15,3%	16,5%	12,0%
	Daňová redukce zisku	78,7%	78,4%	79,0%
	Finanční páka	2,1	2,0	2,2
	ROA	10,0%	11,2%	5,8%
	Obrat aktiv	0,7	0,7	0,8
	ROS	14,6%	15,3%	7,5%

Zdroj: www.mpo.cz – vlastní zpracování

Z výše uvedených skutečností k vývoji rentability Společnosti v porovnání s hodnotami za celé odvětví, vychází Společnost lépe. Je však třeba vzít v úvahu vše, co bylo dosud ve finanční analýze Společnosti zjištěno.



Graf 12.: Rentabilita Společnosti – srovnání s odvětvím

Zdroj: www.mpo.cz – vlastní zpracování

3.12.2 Analýza likvidity

Vývoj likvidity ve sledovaném období se ve Společnosti vyvíjel stejným směrem, jako v odvětví. Z výsledků je patrný růst běžné likvidity odvětví z hodnoty 1,19 na úroveň 1,42, přičemž tyto hodnoty jsou pod doporučenou úrovní 1,5 – 2,5. Také ve Společnosti je růstový trend, neboť Společnost zvýšila běžnou likviditu svého majetku z 1,19 na hodnotu 1,93 a splňuje tak od roku 2009 doporučené hodnoty. Ukazatelé pohotové i okamžité likvidity rovněž ve sledovaném časovém intervalu rostou jak v odvětví, tak ve Společnosti, přičemž hodnoty likvidity vypočítané za Společnost jsou vyšší, než hodnoty odvětví. Ukazatel okamžité likvidity vykazuje v letech 2009 a 2010 za odvětví hodnoty v souladu s doporučeními (0,2 – 0,5). Naproti tomu Společnost v těchto letech vykazuje hodnoty vyšší. Další růst okamžité likvidity by mohl znamenat neefektivní hospodaření s finančními prostředky Společnosti.

Tab. 32: Likvidita Společnosti – srovnání s odvětvím

Vybrané ukazatele likvidity		2008	2009	2010
Společnost	L1	0,04	0,60	0,69
	L2	1,19	1,53	1,93
	L3	1,19	1,53	1,93
Odvětví	L1	0,11	0,30	0,30
	L2	1,08	1,22	1,30
	L3	1,19	1,34	1,42

Zdroj: www.mpo.cz – vlastní zpracování

Z analýzy likvidity Společnosti v porovnání s hodnotami celého odvětví vyplývá, že Společnost je schopna hradit včas své splatné závazky, stejně, jako většina subjektů podnikajících v oblasti energetiky.

3.12.3 Analýza pracovního kapitálu

V odvětví ve sledovaném období činil podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech přibližně 64%. Vlastní kapitál se na celkovém objemu finančních zdrojů podílel přibližně z 49% (v roce 2010 o 3% méně). Zatímco podíl vlastního kapitálu v roce 2010 klesl, podíl dlouhodobých závazků na celkovém kapitálu rostl. Pracovní kapitál odvětví se pohyboval na úrovni okolo 10%. Naproti tomu ve Společnosti podíl dlouhodobého majetku na aktivech v průběhu let klesal z úrovně 72% na hodnotu 60% a přiblížil se tak hodnotám odvětví. Podíl vlastního kapitálu na celkovém objemu zdrojů financování však vykazoval spíše rostoucí tendenci a přesahoval úroveň 75%, což je o 25% více, než v odvětví. Dlouhodobý cizí kapitál není Společností téměř využíván a jeho podíl se blížil 0%. Podíl pracovního kapitálu na celkových aktivech Společnosti pak v průběhu let zaznamenal rostoucí trend. Podíl pohledávek na celkových aktivech je ve Společnosti i v celém odvětví velmi podobný a kolísá okolo 25%. Podobné je to s vývojem krátkodobých závazků. Naopak finanční majetek se ve Společnosti podílí na celkových aktivech přibližně 14%, zatímco v odvětví je to pouze 7%.

Tab. 33: Sektorkura majetku a závazků Společnosti – srovnání s odvětvím

Pracovní kapitál		2008	2009	2010
Společnost	Dlouhodobý majetek / Aktiva	72%	61%	60%
	Vlastní kapitál / Aktiva	76%	75%	79%
	Dlouhodobé závazky / Aktiva	1%	0%	0%
	Pracovní kap. / Aktiva	4%	13%	19%
	Zásoby / Aktiva	0%	0%	0%
	Pohledávky / Aktiva	27%	23%	26%
	Fin. majetek / Aktiva	1%	15%	14%
	Kr. závazky / Aktiva	23%	25%	21%
Odvětví	Dlouhodobý majetek / Aktiva	62%	66%	64%
	Vlastní kapitál / Aktiva	49%	49%	46%
	Dlouhodobé závazky / Aktiva	14%	17%	19%
	Pracovní kap. / Aktiva	8%	10%	10%
	Zásoby / Aktiva	3%	3%	2%
	Pohledávky / Aktiva	29%	21%	23%
	Fin. majetek / Aktiva	3%	7%	7%
	Kr. závazky / Aktiva	28%	21%	22%

Zdroj: www.mpo.cz – vlastní zpracování

Zatímco v odvětví platilo zlaté pravidlo financování a poměr mezi dlouhodobými aktivy a dlouhodobými zdroji financování byl přibližně vyrovnán, ve Společnosti tomu tak úplně nebylo. Majetek Společnosti je přibližně z 60% představován dlouhodobým majetkem. Dlouhodobé zdroje financování Společnosti, do kterých řadí vlastní kapitál a dlouhodobý vypůjčený kapitál, však o třetinu převyšuje hodnotu dlouhodobého majetku, a lze tedy říci, že část oběžného majetku je financována právě z vlastního kapitálu Společnosti.

Pravidlo financování říká, že je důležité dodržovat optimální kapitálovou strukturu a udržovat dlouhodobá aktiva s dlouhodobými zdroji financování a krátkodobá aktiva s krátkodobými zdroji financování v souladu. Hlavním významem tohoto pravidla je, že objem vlastního kapitálu by měl být nanejvýš roven hodnotě stálých aktiv, dlouhodobě v podniku vázaných, neboť je nejdražší formou financování a nemělo by se tedy s těmito prostředky plýtvat.

4 SHRNUTÍ

Na základě provedené horizontální a vertikální analýzy aktiv ve sledovaném období můžeme říci, že Společnost neprováděla žádné významné investiční akce na rozšiřování své činnosti, neboť úroveň stálých aktiv vykazuje stabilní vývoj. Objem dlouhodobého majetku na celkové hodnotě aktiv Společnosti představuje přibližně 60%. Nejvýznamější položkou dlouhodobého majetku je finanční investice v dceřiné společnosti VČP Net, s. r. o. Oběžná aktiva Společnosti jsou tvořena především pohledávkami za odběrateli, pohledávkou z titulu nevyplaceného zisku dceřiné společnosti, dohadnými účty na nevyfakturované dodávky energií a krátkodobým finančním majetkem. Nejvýznamější růst v aktivech byl zazmenán v roce 2009 vlivem zvýšení finančního majetku Společnosti. V dalším roce aktiva rostla výrazně pomaleji a to především vlivem krátkodobých pohledávek. Následně pak v roce 2011 došlo k poklesu aktiv z důvodu snížení objemu finančního majetku a krátkodobých pohledávek.

Analýza pasiv odhalila kapitálovou strukturu, která od roku 2010 není zcela optimální. Poměr vlastního kapitálu na celkovém objemu pasiv výrazněji převyšuje objem dlouhodobého majetku. Lze tedy říci, že Společnost kryje část oběžného majetku tímto dlouhodobým a nákladným zdrojem financování. Dlouhodobé cizí zdroje nejsou Společností téměř vůbec ve sledovaném období používány. Krátkodobé závazky jsou tvořeny zejména závazky z obchodních vztahů a přijatými zálohami od zákazníků. Celková pasiva Společnosti v roce 2009 vzrostla především vlivem vyššího hospodářského výsledku běžného období. V následujícím roce se růst pasiv zpomalil, přičemž hlavní podíl na tom to vývoji má pomalejší tempo růstu výsledku hospodaření Společnosti. V roce 2011 pak vlivem poklesu hospodářského výsledku dochází ke snížení celkové hodnoty zdrojů financování.

Vývoj výsledku hospodaření Společnosti ve sledovaném období je předurčen především vývojem obchodní marže, která vyjadřuje rozdíl mezi dosaženými tržbami z prodeje energií zákazníkům a náklady, vynaloženými na nákup těchto energií. V roce 2009 byl poměr mezi těmito tržbami a náklady pro Společnost příznivý vlivem meziročního

poklesu cen vstupů, které se jen velmi pozvolna promítaly do snižování prodejních cen zákazníkům. Prodejní ceny musejí být transparentní a podléhají kontrolním mechanismům ERÚ. Cenovou politikou, která je v souladu s platnými právními předpisy a nařízeními, jsou prodejní ceny pro drobné zákazníky podnikatele a domácnosti vyhlášovány čtvrtletně s tříměsíční platností. Právě tomuto přístupu lze přisoudit pozitivní vývoj v obchodní marži v roce 2009 a částečně ještě v roce 2010, kdy se tempo růstu obchodní marže již zpomalilo. Vývoj výsledku hospodaření vlivem obchodní marže v roce 2011 je touto politikou a meziročním zvýšením nákupních cen poznamenán negativně. Dochází k rychlejšímu poklesu tržeb ve srovnání s úrovní poklesu nákladů a Společnost ztrácí část obchodní marže, snižuje se rovněž hospodářský výdělek. Negativně na vývoj tržeb působí nejen promítnutí rosoucích cen vstupů, které rovněž ovlivnili vývoj prodejních cen, ale zároveň výrazným odlivem zákazníků ke konkurenci, která je díky otevřeným podmínkám nákupu energií na Energetické burze schopna realizovat nákup za mnohem nižší ceny a poskytnout tak zákazníkům velmi výhodnou cenu prodejní. Společnost se tak stává nekonkurenceschopnou a bohužel to neplatí pouze o segmentu velkých zákazníků, ale negativně se začíná projevovat také v segmentu nejsilnějším, a to u domácností.

Vývoj v pracovním kapitálu Společnosti na základě provedené analýzy jevil ve sledovaném období jako uspokojivý. Podíl pracovního kapitálu na celkových aktivech se pohybuje na doporučené úrovni a absolutní hodnota pracovního kapitálu vykazuje spíše rostoucí trend. Rovněž z analýzy likvidity Společnosti vyplývá, že je Společnost v dobré finanční situaci a je schopna hradit své závazky včas.

Analýzou obrátu celkových aktiv bylo odhalena snižující se schopnost Společnosti „otáčet“ svůj majetek, neboť obrát aktiv vykazoval ve sledovaném období klesající trend. Tento vývoj je dán především klesajícími tržbami Společnosti. Porovnáním průměrné doby inkasa pohledávek a závazků vychází Společnost rovněž dobře. Lze říci, že pohledávky jsou Společností inkasovány přibližně se splatností 24 dnů, zatímco své závazky Společnost hradí v průměru se splatností 40 dnů. Je zde tedy dostatečná časová rezerva, kterou je třeba udržovat, případně ještě zvyšovat, aby nebyla ohrožena platební schopnost Společnosti ve vztahu k věřitelům.

Hodnocení rentability Společnosti ukázalo velmi výrazný růst v roce 2009, který pokračoval, i když v mírnějším tempu také v roce 2010. Společnost v těchto období realizovala vysokých zisků a za jejich vývojem stojí výše uvedená obchodní marže a její rostoucí trend. V roce 2011 již dochází k prvním negativním projevům spojených s rostoucí odvětvovou konkurencí a odlivem zákazníků. Navzdory vysoké prodejní ceně, která reagovala na vývoj cen nákupních, se nepodařilo Společnosti udržet rostoucí trend obchodní marže a dochází k poklesu finančních výsledků, což způsobilo meziroční snížení všech ukazatelů rentability.

Společnost při své činnosti využívá cizích úročených zdrojů financování jen zřídka a rostoucí hodnota úrokového krytí to jen potvrzuje. K financování je tedy využíváno spíše krátkodobých neúročených zdrojů a vlastního kapitálu Společnosti. Dlouhodobý majetek je zcela kryt vlastním kapitálem, který ještě částečně financuje oběžnou část aktiv. Není tedy dodrženo zlaté pravidlo financování, kdy je žádoucí pouze taková úroveň vlastního kapitálu a dlouhodobého cizí kapitálu, která by pokryla aktiva, dlouhodobě vázaná v podniku. Zapojením větší míry cizího úročeného kapitálu by mohl podnik zvýšit svou rentabilitu a kapitálovou strukturu majetku a zdrojů optimalizovat.

Z pohledu akcionářů je zajímavý vývoj čistého zisku připadajícího na jednu akcii, který od roku 2008 postupně rostl. V roce 2011 však zaznamenává pokles, který souvisí s nepříznivou situací na trhu vlivem rostoucí odvětvové konkurence, jež přispěla odlivem zákazníků ke snížení tržeb a zisku Společnosti. Naproti tomu P/E ratio v průběhu sledovaného období klesalo a v roce 2011 zaznamenalo růst, který je dán především vývojem tržní ceny akcií na burze cenných papírů.

Vyhodnocením Altmanova bankrotního modelu vychází finanční situace Společnosti jako dobrá a lze předpokládat, že v příštích dvou letech není ještě Společnost ohrožena bankrotem. Prakticky totéž potvrzuje analýza finanční situace modelem IN01, který vychází nad doporučenou úroveň, která říká, že Společnost generuje ekonomický zisk a přispívá k tvorbě hodnoty podniku.

5 DOPORUČENÍ

Výsledky provedené finanční analýzy Společnosti poukazují na dobrou současnou finanční situaci podniku. Společnost v letech, kdy se většina jiných podnikatelských subjektů potýkala s důsledky hospodářské recese, prosperovala a dosahovala vysokých výdělků. Od roku 2010 však v odvětví sílí konkurenční boj a vývoj tržeb Společnosti vykazuje rychlejší tempo poklesu. Proto je třeba, aby na tuto situaci Společnost reagovala a současně pravidelně analyzovala svou finanční situaci.

5.1 Využití konceptu ekonomické přidané hodnoty

Doporučuji, aby byl ve společnosti Východočeská plynárenská, a.s. (dále jen Společnost) sledován ekonomický zisk, jako významný finanční ukazatel, který má širší vypovídací schopnost ve srovnání s analýzou běžného výsledku hospodaření či obchodní marže. Výpočtem ekonomické přidané hodnoty a jejím pyramidovým rozkladem na dílčí vlivy je možné přesně a názorně identifikovat problematické oblasti v podnikatelské činnosti Společnosti, případně analyzovat jejich vývoj ve vztahu k odvětví či konkurenčním podnikům s využitím benchmarkingu.

5.1.1 Koncept EVA a jeho použití ve Společnosti

Analýza finanční situace podniku pomocí tradičních metod finanční analýzy je v podnicích dobře známá a často využívaná. Nicméně tento přístup přináší řadu problémů, se kterými se často zpracovatel takové analýzy těžko vyrovnává.

Tradiční finanční ukazatelé vycházejí z minulého vývoje podniku a jako datovou základnu volí účetní výkazy podniku. Tyto zdroje informací však nemusí být zcela úplné a analytik je nucen řadu informací hledat v jiných dostupných zdrojích. Účetní výkazy často nezobrazují tržní hodnotu vložených prostředků do podniku a jsou podřízeny snaze o daňovou optimalizaci. Ukazatelové systémy finanční analýz, sestavené výhradně na základě těchto informací, pak nepodávají přesné informace a neodrážejí zcela úplně realitu, v níž se analyzovaný podnik nachází. Vezmeme-li v úvahu, že řada důležitých rozhodnutí v podniku, týkajících se politiky zadlužování, či

investování, je realizována na základě zjednodušených a ne zcela reálných finančních údajů, může takové rozhodnutí představovat v budoucnu pro podnik finanční problémy a ztrátu konkurenceschopné síly.

Mezi nejčastěji sledované finanční ukazatele na vrcholové úrovni řízení Společnosti patří čistý zisk, jeho různé podoby a současně realizovaná obchodní marže. Z vyjmenovaných ukazatelů je zřejmé, že primární cíle leaderů podniku jsou zaměřeny na maximalizaci zisku a zvyšování obchodní marže. Tento přístup je samozřejmě pochopitelný, nicméně v prostředí silně konkurenčním není dlouhodobě udržitelný, pokud je realizován prostřednictvím cenové politiky. Krátkodobě sice zvyšování cen může působit pozitivně na marži a zisk, ale dříve či později této situace využije konkurence, nabídne výhodnější ceny a Společnost v konečném důsledku sníží objem prodeje, tržeb a ztratí své zákazníky. Získat zpět důvěru zákazníků a znovu realizovat rostoucí tržby je pak velmi nelehký úkol. Pro investory (akcionáře) kapitálu by měla být mnohem důležitější dlouhodobá prosperita podniku, reprezentovaná spokojenými a věrnými zákazníky, a zvyšování hodnoty vložených prostředků. Tyto odlišné zájmy mezi manažery (leadry) a vlastníky (stakeholdery) jsou dány také politikou odměňování. Zatímco vedoucí pracovníci si stanovují cíle v podobě zvyšování absolutní hodnoty zisku a marže a jsou za dosažení pozitivních výsledků odměňováni, pro akcionáře je odměnou jednak samozřejmě vyplacená dividenda, ale rovněž očekávaná budoucí hodnota, kterou by získali v případě prodeje své účasti v podniku. Ta je očekávána jako rostoucí, neboť čím déle investoři nechávají svůj kapitál uložený v podniku, tím více riskují a chtějí za to vyšší zhodnocení. Není tedy jednoduché sladit cíle všech představitelů podniku.

Tyto problematické oblasti může pomoci odstranit využití konceptu Ekonomické přidané hodnoty (EVA). Měření výkonnosti podniku metodou Ekonomické přidané hodnoty umožňuje identifikovat oblasti a činnosti podniku, významně ovlivňující jeho výkonnost a konkurenceschopnost. Umožňuje tak řídit tyto činnosti a hledat silné stránky vedoucí k další tvorbě hodnoty pro vlastníky kapitálu. To vše s použitím jediného nástroje, který je pro finančního analytika dobře srozumitelný a velmi přehledný a usnadňuje správnou interpretaci zjištěných výsledků směrem k vedení.

Obecně je EVA měřítkem zisku, který představuje hodnotu, jež v podniku zůstane po odečtení nákladů na kapitál vlastní i cizí. Implementace konceptu řízení podniku s využitím EVA umožňuje vedoucím pracovníkům chovat se a jednat, jako by byli vlastníky (akcionáři) kapitálu a pomáhá jim zlepšovat operativní, finanční a investiční rozhodování. Přístupy pro výpočet Ekonomické přidané hodnoty jsou v zásadě dva. První vychází z dostupných účetních výkazů společností, propočítává náklady na vlastní kapitál a poměruje dosaženou rentabilitu vlastního kapitálu s těmito zjištěnými náklady. V literatuře je nazýván jako účetní model výpočtu EVA⁴⁷. Druhý přístup, označovaný jako ekonomický model výpočtu EVA, rovněž vychází z účetních údajů analyzovaného podniku, které však určitými definovanými kroky upravuje, a propočítává náklady na kapitál vlastní i cizí.

S ohledem na skutečnosti, které byly o Společnosti zjištěny z účetních výkazů, doporučuji použít účetní model výpočtu EVA. Řada definovaných úprav pro využití ekonomického modelu, týkajících se především pořizování majetku formou leasingu, výdajů na výzkum a vývoj, významných finančních investic, které nemají souvislost s podnikatelskou činností společnosti a dalších položek, nejsou Společností realizovány. Využitím účetního modelu EVA, který je založen na metodice stanovené Ministerstvem průmyslu a obchodu, je možné poměrně snadno analyzovat vlastní finanční situaci a zároveň provádět odvětvové a benchmarkingové srovnávání.

5.1.2 Výpočet a vyhodnocení ukazatele EVA Společnosti

Na základě výše uvedeného byl pro výpočet EVA Společnosti použit účetní model (ratingový model) a výpočet nákladů vlastního kapitálu byl proveden metodou stanovení rizikové přírážky za jednotlivá rizika. Níže je znázorněn doporučený pyramidový rozklad ukazatele, který nahrazuje komplexní finanční analýzu situace podniku a podává informace o důležitých oblastech hospodaření Společnosti, které ovlivňují dosažený ekonomický zisk. Pyramidový rozklad ukazatele EVA je přehledný a snadný pro orientaci všech uživatelů.

⁴⁷ Blíže popsán v kapitole 2.5.1 Analýza hodnotových ukazatelů

Tab. 34: Pyramidový rozklad EVA roku 2010 (v tis. Kč)

EVA		Ukazatel		
426 743	809 033	2 009	2 010	
382 290		vliv na změnu EVA		
Spread (ROE - re)		VK		
12,1%	21,2%	3 520 983	3 809 605	
335 204		47 086		
ROE		re		
21,1%	27,0%	9,0%	5,8%	
219 270		115 933		
		Bezriziková sazba	Riziková přírážka	
		4,7%	3,7%	
		35 298	80 636	
ROA		A / VK	Daň. redukce zisku	
16,8%	23,0%	1,34	1,27	
275 457		-46 948	-16 640	
			Úrok. redukce zisku	
			99,2%	100,0%
			7 402	
EBIT / Tržby		Tržby / A		
10,1%	15,1%	1,67	1,52	
354 657		-79 200		
PH / Tržby		Tržby	Aktiva	
5,4%	8,1%	7 871	7 379	
192 183		-56 808	-22 392	
(-)		Tržby z prodeje ZP	Dl. majetek	
Osobní N / Tržby		7 851	7 340	
0,5%	0,5%	-58 943	3 577	
38		(+)	(+)	
(-)		Tržby za služby	Zásoby	
Odpisy / Tržby		20	39	
0,2%	0,3%	2 135	0	
-7 366			0	
(+) (+)			(+)	
Ost. V - N / Tržby			Pohledávky	
5,3%	7,7%		1 121	1 280
169 801			-29 185	
			(+)	
			Kr. fin. majetek	
			714	696
			3 215	

Zdroj: vlastní zpracování

Vyhodnocení pyramidového rozkladu EVA – vývoj v roce 2010

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty v roce 2010 meziročně vzrostl o 382 mil. Kč. Na tomto pozitivním vývoji ekonomického zisku se podílel především růst vlastního kapitálu Společnosti a rovněž růst spreadu (rozdílu mezi rentabilitou vlastního kapitálu a náklady na vlastní kapitál). Náklady na vlastní kapitál vlivem poklesu bezrizikové úrokové sazby a rovněž poklesu rizikové přírážky zaznamenaly meziroční pokles, což mělo v konečném důsledku pozitivní vliv na vývoj ekonomického zisku ve výši 116 mil. Kč. Rentabilita vlastního kapitálu zaznamenala v roce 2010 meziroční růst o téměř 6%, což představovalo pozitivní vliv na výsledný ekonomický zisk ve výši 219 mil. Kč. Rentabilita vlastního kapitálu byla pozitivně ovlivněna rentabilitou tržeb (ziskovou marží), která meziročně vzrostla o 5% a vygenerovala tak pozitivní vliv na vývoj ekonomického zisku ve výši 355 mil. Kč, a rovněž prakticky nulovou úrokovou redukcí zisku ve srovnání s předchozím rokem. Naopak negativní vliv na vývoj rentability vlastního kapitálu měl vývoj obratu aktiv, jehož snížení ovlivnilo EVA ve výši -79 mil. Kč, dále snížení poměru aktiv a vlastního kapitálu (finanční páky), které způsobilo pokles EVA o -47 mil. Kč a v neposlední řadě také vliv daňové redukce zisku ve výši -17 mil. Kč. Mezi nejdůležitější generátory hodnoty EVA patří podíl přidané hodnoty na celkových tržbách, který se meziročně zvýšil o 3% a přispěl k tvorbě EVA 192 mil. Kč a současně podíl ostatních výnosů po odečtení ostatních nákladů na tržbách, jejichž podíl se rovněž meziročně zvýšil o 2,5% a přispěl k tvorbě ekonomického zisku 169 mil. Kč. Naproti tomu mezi problematické oblasti patří zejména meziroční pokles tržeb, který způsobil pokles obratu aktiv a dále pak zvýšení pohledávek z obchodních vztahů, což rovněž negativně ovlivnilo obrat aktiv.

Tab. 35: Pyramidový rozklad EVA roku 2011 (v tis. Kč)

EVA		Ukazatel	
809 033	593 261	2 010	2 011
-215 772		vliv na změnu EVA	
Spread (ROE - re)		VK	
21,2%	16,6%	3 809 605	3 571 308
-170 842		-44 930	
ROE		re	
27,0%	22,2%	5,8%	5,6%
-180 288		9 446	
		Bezriziková sazba ⁴⁸	Riziková přírážka
		3,7%	3,5%
		7 388	2 058
ROA		A / VK	Daň. redukce zisku
23,0%	19,5%	1,27	1,19
-149 054		-56 845	25 641
			Úrok. redukce zisku
			100%
			-31
EBIT / Tržby		Tržby / A	
15,1%	13,1%	1,52	1,49
-127 379		-21 675	
PH / Tržby		Tržby	Aktiva
8,1%	5,7%	7 379	6 343
-154 409		-137 031	115 355
(-)		Tržby z prodeje ZP	Dl. majetek
Osobní N / Tržby		7 340	6 289
0,5%	0,5%	-139 093	4 896
-2 307		(+)	(+)
(-)		Tržby za služby	Zásoby
Odpisy / Tržby		39	54
0,3%	0,1%	2 062	0
8 498		(+)	(+)
(+) (+)		Pohledávky	
Ost. V - N / Tržby		1 280	1 143
7,7%	8,1%	27 199	
20 839		(+)	
		Kr. fin. majetek	
		696	279
		83 260	

Zdroj: vlastní zpracování

⁴⁸ Zde bylo při výpočtu r_e uvažováno s bezrizikovou sazbou r_f pro pololetí roku 2011 ve výši 3,51% dostupné na www.mpo.cz

Vyhodnocení pyramidového rozkladu EVA – vývoj v roce 2011

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty v roce 2011 meziročně poklesl o 216 mil. Kč. Na tomto negativním vývoji ekonomického zisku se podílel jednak pokles vlastního kapitálu Společnosti (-45 mil. Kč) zejména vlivem nižšího dosaženého hospodářského výsledku běžného období a rovněž poklesu spreadu o bezmála 5%. Vývoj spreadu je negativně ovlivněn především rentabilitou vlastního kapitálu Společnosti, která meziročně klesla o 5% a ovlivnila tak EVA ve výši -180 mil. Kč. Vývoj rentability vlastního kapitálu je dán především vývojem rentability tržeb (ziskové marže), která meziročně poklesla o 2% a vygenerovala tak negativní dopad na EVA ve výši -127 mil. Kč, dále pak vývojem obratu aktiv, který se snížil vlivem pokračujícího poklesu tržeb a ovlivnil EVA ve výši -22 mil. Kč, a v neposlední řadě nepříznivým vývojem finanční páky, která meziročně klesla na úroveň 1,19 a ovlivnila ekonomický zisk ve výši -57 mil. Kč. Negativní dopady na ROE zmírňuje daňová redukce zisku, která oproti roku 2010 poklesla o necelá 3% a pozitivně ovlivnila EVA ve výši 26 mil. Kč.

Analýza finanční situace Společnosti metodou EVA zjistila stejné informace, které byly zjištěny běžnou finanční analýzou Společnosti, zpracovanou výše. Jako problematická se ukazuje především oblast rentability vlastního kapitálu, která je negativně ovlivněna poklesem ziskové marže a rovněž poklesem obratu aktiv. Na těchto vlivech se podílí zejména klesající trend tržeb z prodeje výrobků a služeb Společnosti. V návaznosti na zjištěné skutečnosti doporučuji Společnosti, zaměřit se na udržení stávajícího portfolia zákazníků. Vzhledem k současnému chování konkurence a zákazníků na trhu je to možné za předpokladu nabídky konkurenceschopné prodejní ceny. S tím samozřejmě souvisí schopnost a snaha Společnosti, aktivně ovlivnit dlouhodobé nákupní kontrakty s dodavatelem energií a vyjednat rovněž příznivější podmínky na straně vstupů.

5.2 Zvýšení tržeb

Na základě analýzy vývoje tržeb a rentability v letech 2010 a 2011 byla ve Společnosti identifikována jako problematická oblast prodeje zemního plynu a elektrické energie zákazníkům. K zajištění další prosperity a dlouhodobé existence Společnosti v odvětví, je třeba přijmout taková opatření, která povedou především ke zmírnění odlivu zákazníků ke konkurenci.

Jak již bylo uvedeno výše, Společnost realizuje podnikatelskou činnost v odvětví energetiky s teritoriálním zaměřením na region Východní Čechy a region Vysočina. Analýzou vývoje spotřeb v těchto regionech⁴⁹ ve srovnání s objemem dodávek realizovaných na tomto regionálním trhu Společností, bylo zjištěno, že Společnost od roku 2007 ztrácí svůj tržní podíl po desítkách procent. V letech 2008 až 2010 byl tento pokles ovlivněn zejména odlivem velkých zákazníků z řad výrobních podniků, kterým Společnost nebyla schopna nabídnout, ani přes veškeré snahy, konkurenceschopnou cenu. Objem prodeje velkým zákazníkům činil přitom v roce 2008 téměř polovinu celkového prodaného množství zemního plynu. V roce 2010 však sílí konkurenční boj v odvětví také o malé zákazníky. Vstupem společnosti ČEZ do odvětví a jeho výhodnou cenovou nabídkou prodeje plynu a elektrické energie zákazníkům došlo k dalšímu odlivu zákazníků ze všech segmentů. Odliv zákazníků ke konkurenci nezmírnila ani snaha Společnosti (v rámci skupiny RWE ČR, již je členem) nabídnout zákazníkům produkty za výhodnějších podmínek.

Shrnutí situace:

- + Společnost patřící do skupiny RWE ČR je v povědomí zákazníků díky obchodní značce vnímána jako spolehlivý dodavatel plynu.
- + Společnost v rámci RWE ČR nabízí zákazníkům cenově zvýhodněné produkty s fixací smlouvy na dobu až 24 měsíců.
- + Společnost v rámci RWE ČR nabízí zákazníkům služby call centra, zákaznické kanceláře, on-line service, e-shop, on-line připojení, vyřízení žádosti o změnu dodavatele a řadu dalších.
- Společnost v rámci skupiny RWE má nejvyšší ceny plynu a je tak zákazníci vnímána negativně – ztráta důvěry.
- Produkty nabízené Společností v rámci RWE ČR nejsou pro zákazníky dostatečně zajímavé a finančně motivační – velmi podobné produkty nabízí také konkurenci, často za nižší ceny.
- Služby nabízené Společností v rámci RWE ČR jsou sice na vysoké úrovni, přesto obdobné služby ve stejné kvalitě nabízí také největší

⁴⁹ Viz kapitola 3.2.2 Vývoj spotřeby plynu v regionu Východní Čechy a Vysočina

konkurenti v odvětví – zákazník dostane stejné služby u konkurence a ještě za nižší ceny.

Z uvedených skutečností vyplývá, že snaha vyvíjet další služby pro zákazníky by byla neefektivní a neúčinnou, neboť konkurence nabízí služby na stejně vysoké úrovni a pro zákazníka je stále nejdůležitějším motivem, na jehož základě se rozhoduje o změně dodavatele, výše ceny za odebranou energii (ať už plyn nebo elektrickou energii). Proto doporučuji zvážit snížení cen pro zákazníky v kategoriích Maloodběratel a Domácnost a to i za cenu dočasného poklesu obchodní marže. Nebude-li Společnost reagovat na „dramatickou“ situaci na trhu a nechá zákazníky odejít ke konkurenci, zcela nepochybně u nich ztratí důvěru a velmi obtížně bude tyto zákazníky získávat zpět. V současnosti je cena plynu u konkurence výrazně nižší (například ceník ČEZ pro produktovou řadu eTarif uvádí cenu 0,925 Kč/MWh, zatímco běžný ceník RWE až 1,218 Kč/MWh) a existuje tedy reálné riziko, že odliv zákazníků z roku 2011 bude v letech 2012 a 2013 pokračovat stejným tempem. Je však nutné, aby se Společnost aktivně snažila ovlivňovat ceny nákupní, které jsou v současné době vázány smluvním vztahem (dlouhodobým nákupním kontraktem) a jsou pro Společnost v porovnání s cenami, za které nakupuje konkurence na českém energetickém trhu, nevýhodné.

Tab. 36: Predikce vývoje prodeje plynu za nezměněných podmínek

Simulace vývoje za nezměněných podmínek	2008	2009	2010	2011	2012*	2013*	změna 2011	změna 2012
Spotřeba plynu v ČR	91 673	86 216	95 139	85 646	88 100	91 705	-10%	3%
Spotřeba plynu Východní Čechy	12 055	11 395	12 660	11 509	11 723	12 203	-9%	2%
<i>podíl regionální spotřeby</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>1%</i>	<i>-1%</i>
Podíl na regionálním trhu	74%	74%	60%	51%	38%	29%	-15%	-26%
Prodej plynu (v mil. Kč)	8 283	7 851	7 336	6 143	4 618	3 679		
Prodej plynu (v GWh)	8 945	8 454	7 612	5 912	4 444	3 541		
<i>Velkoodběratelé</i>	<i>4 291</i>	<i>3 385</i>	<i>2 562</i>	<i>1 993</i>	<i>1 098</i>	<i>722</i>		
<i>Malé podniky a odběratelé</i>	<i>1 599</i>	<i>1 541</i>	<i>1 646</i>	<i>1 137</i>	<i>967</i>	<i>789</i>		
<i>Domácnosti</i>	<i>3 054</i>	<i>3 048</i>	<i>3 404</i>	<i>2 564</i>	<i>2 161</i>	<i>1 812</i>		
Počet zákazníků	290 629	290 240	278 294	232 753	194 692	162 874	-16%	-16%
<i>Velkoodběratelé</i>	<i>921</i>	<i>837</i>	<i>531</i>	<i>349</i>	<i>229</i>	<i>151</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>
<i>Malé podniky a odběratelé</i>	<i>23 275</i>	<i>23 138</i>	<i>21 373</i>	<i>17 436</i>	<i>14 224</i>	<i>11 604</i>	<i>-18%</i>	<i>-18%</i>
<i>Domácnosti</i>	<i>266 433</i>	<i>266 265</i>	<i>256 390</i>	<i>214 968</i>	<i>180 238</i>	<i>151 119</i>	<i>-16%</i>	<i>-16%</i>

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 37: Predikce vývoje prodeje plynu při změně prodejní ceny (snížení)

Simulace vývoje při snížení ceny na úroveň roku 2010	2008	2009	2010	2011	2012*	2013*	změna 2011	změna 2012
Spotřeba plynu v ČR	91 673	86 216	95 139	85 646	88 100	91 705	-10%	3%
Spotřeba plynu Východní Čechy	12 055	11 395	12 660	11 509	11 723	12 203	-9%	2%
<i>podíl regionální spotřeby</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>1%</i>	<i>-1%</i>
Podíl na regionálním trhu	74%	74%	60%	60%	60%	60%	0%	0%
Prodej plynu (v mil. Kč)	8 283	7 851	7 336	6 669	6 793	7 071		
Prodej plynu (v GWh)	8 945	8 454	7 612	6 920	7 049	7 337		
<i>Velkoodběratelé</i>	<i>4 291</i>	<i>3 385</i>	<i>2 562</i>	<i>2 329</i>	<i>2 373</i>	<i>2 470</i>		
<i>Malé podniky a odběratelé</i>	<i>1 599</i>	<i>1 541</i>	<i>1 646</i>	<i>1 497</i>	<i>1 525</i>	<i>1 587</i>		
<i>Domácnosti</i>	<i>3 054</i>	<i>3 048</i>	<i>3 404</i>	<i>3 094</i>	<i>3 152</i>	<i>3 281</i>		
Počet zákazníků	290 629	290 240	278 294	278 294	278 294	278 294	0%	0%
<i>Velkoodběratelé</i>	<i>921</i>	<i>837</i>	<i>531</i>	<i>531</i>	<i>531</i>	<i>531</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
<i>Malé podniky a odběratelé</i>	<i>23 275</i>	<i>23 138</i>	<i>21 373</i>	<i>21 373</i>	<i>21 373</i>	<i>21 373</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
<i>Domácnosti</i>	<i>266 433</i>	<i>266 265</i>	<i>256 390</i>	<i>256 390</i>	<i>256 390</i>	<i>256 390</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>

Zdroj: vlastní zpracování

Uvedené tabulky 34 a 35 za určitých zjednodušení predikují pravděpodobný vývoj a to jednak v situaci, kdy Společnost nebude dělat nic a zákazníci budou v následujících letech odcházet stejným tempem, jako tomu bylo v roce 2011, a jednak za situace, kdy Společnost sníží prodejní cenu na úroveň roku 2010, která se přibližuje cenám konkurence. Druhá varianta však představuje pro Společnost fakt, že se bude s největší pravděpodobností muset na určitý čas vzdát realizace vysoké obchodní marže. Současně je nutné, aby Společnost aktivně působila na svého dodavatele energií a snažila se vyjednat příznivější podmínky pro náku energií.

Tab. 38: Predikce vývoje zisku Společnosti při snížení ceny

Zisk Společnosti (v mil. Kč)	2008	2009	2010	2011*
EVA (ekonomický zisk)	-117	427	809	150
EAT (čistý zisk)	292	742	1 030	322
EBT (zisk před daněmi)	273	786	1 112	361
EBITDA	291	806	1 133	371

Zdroj: vlastní zpracování

Snížení prodejní ceny za předpokladu neměnných nákupních cen by způsobilo pokles ekonomické přidané hodnoty a další ukazatelů. Proto je nutné pro celkové zlepšení

situace a zajištění budoucího pokračování činnosti Společnosti řešit rovněž aktivně otázku vstupů.

Domnívám se, že Společnost období poklesu svých výdělků překoná, neboť je finančně zdravá a silná a vlastní dostatek interních zdrojů ve formě nerozděleného zisku z minulých let. Díky realizaci navržených opatření bude schopna odradit své zákazníky od snahy změnit svého dodavatele energií a zachovat jejich důvěru. Současně bude-li Společnost pravidelně vyhodnocovat svou finanční situaci s využitím modelu EVA a analyzovat situaci v odvětví a u svých největších konkurentů, bude schopna rychle reagovat na své slabé stránky a přispívat ke zvýšení své konkurenceschopnosti a zvyšování hodnoty podniku pro vlastníky.

6 ZÁVĚR

V této diplomové práci bylo provedeno posouzení finanční situace společnosti Východočeská plynárenská, a.s., která vyvíjí podnikatelskou činnost v obchodě s energetickými komoditami. Společnost má dlouholetou historii na trhu s energiemi v České republice. Teritoriálně se její obchodní aktivity zaměřují na oblast Východních Čech, kde Společnost zajišťuje svým zákazníkům dodávky zemního plynu a elektrické energie. Společnost patří do skupiny podniků RWE ČR a nabízí svým zákazníkům řadu kvalitních služeb a jistotu spolehlivých dodávek energií.

V uplynulých letech prošlo energetické odvětví řadou změn, které zásadně ovlivnily podnikatelskou činnost v této oblasti. Ať už to byla liberalizace trhu, otevření energetického trhu volné konkurenci a následná regulace ze strany státu, či ekonomická recese. Výsledkem těchto událostí v energetickém odvětví je rostoucí míra konkurence a boj o každého zákazníka, přičemž konkurenční boj se odehrává především na úrovni prodejních cen. Právě v oblasti cenové je Společnost oproti svým největším konkurentům v nevýhodě, neboť prodejní cena, která se odvíjí od ceny nákupní, je výrazně vyšší, než ceny konkurence. Ovlivněno je to především dlouhodobými nákupními kontrakty, které Společnostu zavřela se svým dodavatelem energií, a které jsou oproti cenám energií obchodovaných na energetické burze výrazně vyšší. Nabídka Společnosti se tak stává stále méně konkurenceschopnou.

V praktické části této diplomové práce bylo provedeno zhodnocení finanční situace Společnosti s využitím tradičních metod finanční analýzy. Z výsledků analýzy vychází stávající finanční situace Společnosti jako uspokojivá. Společnost nemá problémy se splácením svých závazků včas a je spolehlivým a důvěryhodným obchodním partnerem. Průměrná doba splácení závazků převyšuje průměrnou dobu inkasa pohledávek. Také analýza zadluženosti Společnosti se ukazuje jako dobrá. Společnost při své činnosti téměř nevyužívá cizích úročených zdrojů a míra zadlužení je tak velmi malá. Jako problematické se v analýze finančního zdraví ukázaly hodnoty rentability Společnosti, které v roce 2011 vykazující sestupný trend. Rentabilita je ve Společnosti ovlivněna především rychlejším tempem poklesu tržeb vlivem rostoucího počtu zákazníků

přecházejících ke konkurenci. Tento negativní vývoj představuje pro Společnost velké riziko nejisté budoucí existence v odvětví a je třeba přijmout taková opatření, která povedenou ke zmírnění, ba dokonce zastavení odchodu zákazníků.

Na základě zjištěných poznatků bylo doporučeno využívat ve Společnosti k hodnocení celkové finanční situace metody ekonomické přidané hodnoty, která představuje komplexní nástroj pro posouzení výkonnosti podniku a nahrazuje tak klasickou finanční analýzu. Jedná se o styl řízení podniku, který sladuje zájmy vlastníků kapitálu a vedoucích pracovníků, a pomáhá zlepšovat rozhodování ve finančních a investičních oblastech. Zároveň umožňuje při analýze vlastní situace vyhodnocovat a provonávat výsledky s odvětvím či s jiným konkurenčním podnikem. Dále bylo Společnosti doporučeno reagovat na vývoj trhu snížením prodejních cen, které by měly zabránit pokračujícímu odlivu zákazníků. Zde je však nutné, aby Společnost zahájila jednání se svým současným smluvním dodavatelem energií a pokusila se vyjednat příznivější podmínky v oblasti cen nákupu energií. Při splnění těchto předpokladů má Společnosti šanci na určení významného podílu na trhu s energiemi a zajistit pokračování své podnikatelské činnosti v odvětví.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Odborná literatura

BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I., *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3.vyd. Praha: MANAGEMENT PRESS, 2006. 194 stran. ISBN 80-7261-145-3

GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2.vyd. Praha: VŠE, 2004. 182 stran. ISBN 80-245-0684-X

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 stran. ISBN 80-7179-529-1

KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví: Díl I. Jak porozumět účetním výkazům*. 4. vyd., Praha: POLYGON, 1997. 248 stran. ISBN 80-85967-47-2

KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví: Finanční analýza účetních výkazů II*. 3. vyd., Praha: POLYGON, 1997. 303 stran. ISBN 80-85967-56-1

PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: LINDE, 2009. 333 stran. ISBN 978-80-86131-85-6

RŮČKOVÁ, P., *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. 120 stran. ISBN 978-80-247-1386-1

SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: COMPUTER PRESS, 2007. 154 stran. ISBN 978-80-251-1830-6.

SCHOLLEOVÁ, H., *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing a.s., 2008. 256 stran. ISBN 978-80-247-2424-9

Internetové zdroje

Burza cenných papírů Praha: Kurzovní lístek [online]. 2012 [cit. 2012-04-20].

Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/Kurzovni-Listek/Oficialni-KL/?date=20.4.2010>

Energetický regulační úřad: Roční zpráva o dodávkách a spotřebách [online]. 2012 [cit. 2012-05-14]. Dostupné z: http://www.eru.cz/dias-browse_articles.php?parentId=361&deep=off&type=

Ministerstvo průmyslu a obchodu: Finanční analýza podnikatelské sféry za rok 2008 [online]. 2012 [cit. 2012-05-06]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument66391.html>

Ministerstvo průmyslu a obchodu: Finanční analýza podnikatelské sféry za rok 2009 [online]. 2012 [cit. 2012-05-06]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument76325.html>

Ministerstvo průmyslu a obchodu: Finanční analýza podnikatelské sféry za rok 2010 [online]. 2012 [cit. 2012-05-06]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument89407.html>

Ministerstvo průmyslu a obchodu: Finanční analýza podnikatelské sféry za první pololetí 2011 [online]. 2012 [cit. 2012-05-18]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument43538.html>

Stern Stewart & Co.: Economic Value Added [online]. 2012 [cit. 2012-04-25]. Dostupné z: <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva>.

Wikipedia: Ekonomická přidaná hodnota [online]. 2012 [cit. 2012-04-20]. Dostupné z: http://cs.wikipedia.org/wiki/Ekonomick%C3%A1_p%C5%99idan%C3%A1_hodnota

Další použité zdroje

Výroční zprávy společnosti Východočeská plynárenská, a.s. za období 2008 - 2011

<http://www.cez.cz>

<http://www.cnb.cz>

<http://www.cpu.cz>

<http://www.czso.cz>

<http://www.rwe.cz>

SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Du-pontův rozklad ROE.....	43
Tab. 2: Vyhodnocení modelu IN95	46
Tab. 3: Vyhodnocení modelu IN99	46
Tab. 4: Vyhodnocení modelu IN01	47
Tab. 5: Určení RP za riziko velikosti podniku.....	55
Tab. 6: Určení RP za podnikatelské riziko	55
Tab. 7: Určení RP za finanční stabilitu.....	55
Tab. 8: Převodník OKEČ do CZ-NACE pro Výrobu a rozvod energií.....	58
Tab. 9: Vývoj makroekonomických ukazatelů ČR v letech 2007 - 2011.....	64
Tab. 10: Vývoj spotřeb plynu v regionu Východní Čechy a Vysočina (v GWh).....	66
Tab. 11: Složení majetku Společnosti (v mil. Kč).....	71
Tab. 12: Horizontální analýza aktiv Společnosti	72
Tab. 13: Vertikální analýza aktiv Společnosti	73
Tab. 14: Složení finančních zdrojů Společnosti (v mil. Kč).....	73
Tab. 15: Horizontální analýza pasiv Společnosti.....	74
Tab. 16: Vertikální analýza pasiv Společnosti.....	75
Tab. 17: Vývoj zisku Společnosti (v mil. Kč)	76
Tab. 18: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát Společnosti	77
Tab. 19: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát Společnosti	78
Tab. 20: Vývoj čistého pracovního kapitálu Společnosti (v mil. Kč).....	80
Tab. 21: Vybrané ukazatelé likvidity Společnosti	81
Tab. 22: Vybrané ukazatelé aktivity Společnosti	82
Tab. 23: Vybrané ukazatelé rentability Společnosti	82
Tab. 24: Rozklad rentability vlastního kapitálu Společnosti	83
Tab. 25: Vybrané ukazatelé zadluženosti Společnosti.....	84
Tab. 26: Vybrané ukazatelé kapitálového trhu	85
Tab. 27: Vybrané ukazatelé produktivity práce.....	86
Tab. 28: Ostatní ukazatelé Společnosti.....	87
Tab. 29: Altmanův model bankrotu	87
Tab. 30: Index bonity a bankrotu - IN01	88
Tab. 31: Rozklad ROE Společnosti – srovnání s odvětvím.....	89

Tab. 32: Likvidita Společnosti – srovnání s odvětvím	91
Tab. 33: Sektorkura majetku a závazků Společnosti – srovnání s odvětvím	92
Tab. 34: Pyramidový rozklad EVA roku 2010 (v tis. Kč).....	99
Tab. 35: Pyramidový rozklad EVA roku 2011 (v tis. Kč).....	101
Tab. 36: Predikce vývoje prodeje plynu za nezměněných podmínek.....	104
Tab. 37: Predikce vývoje prodeje plynu při změně prodejní ceny (snížení)	105
Tab. 38: Predikce vývoje zisku Společnosti při snížení ceny	105

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1.: Struktura akcionářů ke dni 31. 12. 2010	59
Graf 2.: Vývoj spotřeby zemního plynu v ČR v letech 2007-2011 (v mil. m ³).....	65
Graf 3.: Teplotní vývoj v ČR v letech 2007-2010	65
Graf 4.: Vývoj počtu zákazníků Společnosti (meziroční změna)	68
Graf 5.: Vývoj prodeje plynu zákazníkům (GWh)	69
Graf 6.: Vývoj nákupu a prodeje plynu Společnosti (v mil. Kč).....	70
Graf 7.: Majetková struktura Společnosti (v mil. Kč)	71
Graf 8.: Finanční struktura Společnosti (v mil. Kč)	74
Graf 9.: Rozdělení zisku Společnosti (v mil. Kč).....	76
Graf 10.: Složení provozního výsledku hospodaření Společnosti (v mil. Kč)	79
Graf 11.: Čistý pracovní kapitál Společnosti (v mil. Kč)	80
Graf 12.: Rentabilita Společnosti – srovnání s odvětvím	90

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Účetní závěrka společnosti Východočeská plynárenská, a.s. – Rozvaha (aktiva)

Příloha 2: Účetní závěrka společnosti Východočeská plynárenská, a.s. – Rozvaha (pasiva)

Příloha 3: Účetní závěrka společnosti Východočeská plynárenská, a.s. – Výkaz zisků a ztrát

Příloha 4: Účetní závěrka společnosti Východočeská plynárenská, a.s. – Přehled o peněžních tocích

Příloha 1: Účetní závěrka společnosti Východočeská plynárenská, a.s. – Rozvaha (aktiva)

**VÝCHODOČESKÁ PLYNÁRENSKÁ,
A.S.**

ÚČETNÍ ZÁVĚRKA

VÝKAZ FINANČNÍ POZICE

	2011 tis. Kč	2010 tis. Kč	2009 tis. Kč	2008 tis. Kč
AKTIVA				
Dlouhodobá aktiva				
Pozemky, budovy, zařízení	17 202	46 861	43 643	59 758
Investice do nemovitostí	82 606	72 388	86 717	99 553
Nehmotná aktiva	1	18	34	50
Investice v dceřiné společnosti	2 742 165	2 742 165	2 742 165	2 742 165
Odložená daňová pohledávka	10 410	9 582	3 076	18 781
Deriváty	305	8 923	0	0
Obchodní a jiné pohledávky	15 011	17 000	12 000	932
Dlouhodobá aktiva celkem	2 867 700	2 896 937	2 887 635	2 921 239
Krátkodobá aktiva				
Obchodní a jiné pohledávky	781 458	782 315	833 324	509 551
Deriváty	35 119	37 288	4 658	0
Pohledávky z nevyfakturovaných dodávek	227 059	351 917	255 534	451 607
Splatná daň z příjmů	0	0	0	22 990
Pohledávky z titulu daně z přidané hodnoty	73 904	72 778	12 647	90 566
Peníze a peněžní ekvivalenty	278 530	696 486	713 955	38 502
	1 396 070	1 940 784	1 820 118	1 113 216
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	0	5 122	13 431	7 194
Krátkodobá aktiva celkem	1 396 070	1 945 906	1 833 549	1 120 410
AKTIVA CELKEM	4 263 770	4 842 843	4 721 184	4 041 649

Příloha 2: Účetní závěrka společnosti Východočeská plynárenská, a.s. – Rozvaha
(pasiva)

**VÝCHODOČESKÁ PLYNÁRENSKÁ,
A.S.**

ÚČETNÍ ZÁVĚRKA

VÝKAZ FINANČNÍ POZICE
(pokračování)

	2011	2010	2009	2008
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
PASIVA				
Vlastní kapitál				
Základní kapitál	960 602	960 602	960 602	960 602
Rezervní fond	319 348	319 348	319 348	319 348
Ostatní kapitálové fondy	266 425	266 425	266 425	266 425
Nerozdělený zisk a ostatní fondy	2 024 933	2 263 230	1 974 607	1 524 449
Vlastní kapitál celkem	3 571 308	3 809 605	3 520 982	3 070 824
Dlouhodobé závazky				
Rezervy	21 001	20 352	3 505	2 562
Deriváty	0	0	0	29 006
Ostatní dlouhodobé závazky	489	489	0	0
Dlouhodobé závazky	21 490	20 841	3 505	31 568
Krátkodobé závazky				
Rezervy	5 319	4 433	4 360	793
Závazky z obchodního styku a jiné závazky	188 427	550 029	351 326	425 858
Deriváty	1 993	455	23 130	52 120
Přijaté zálohy na dodávky plynu a elektřiny	463 929	372 711	780 274	414 768
Splatná daň z příjmů	1 992	74 494	26 270	0
Ostatní daňové závazky	5 619	6 452	9 435	10 680
Ostatní finanční závazky	3 693	3 822	1 902	35 038
Krátkodobé závazky celkem	670 972	1 012 396	1 196 697	939 257
PASIVA CELKEM	4 263 770	4 842 842	4 721 184	4 041 649

Příloha 3: Účetní závěrka společnosti Východočeská plynárenská, a.s. – Výkaz zisků a ztrát

VÝCHODOČESKÁ PLYNÁRENSKÁ, A.S.

ÚČETNÍ ZÁVĚRKA

VÝKAZ ÚPLNÉHO VÝSLEDKU

	2011	2010	2009	2008
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
Tržby	6 343 047	7 378 987	7 870 975	8 308 593
	-5 983			
Nakoupený plyn a elektřina	356	-6 783 666	-7 449 206	-8 166 069
Ostatní provozní výnosy	741 924	807 375	698 884	461 213
Osobní náklady	-31 535	-34 043	-36 355	-23 134
Odpisy a snížení hodnoty aktiv	-9 063	-20 278	-13 457	-16 646
Ostatní provozní náklady	-233 780	-241 869	-282 340	-300 811
Provozní výsledek hospodaření	827 237	1 106 506	788 501	263 146
Finanční výnosy	3 511	5 839	4 486	11 033
Finanční náklady	-31	-4	-6 644	-1 162
Finanční výsledek hospodaření	3 480	5 835	-2 158	9 871
Výsledek hospodaření před zdaněním	830 717	1 112 341	786 343	273 017
Daň z příjmů (splatná a odložená)	-39 249	-82 134	-44 162	19 248
Výsledek hospodaření za účetní období	791 468	1 030 207	742 181	292 265

Příloha 4: Účetní závěrka společnosti Východočeská plynárenská, a.s. – Přehled o peněžních tocích

VÝCHODOČESKÁ PLYNÁRENSKÁ, A.S.

ÚČETNÍ ZÁVĚRKA

PŘEHLED O PENĚŽNÍCH TOCÍCH

	2011 tis. Kč	2010 tis. Kč	2009 tis. Kč	2008 tis. Kč
Výsledek hospodaření před zdaněním	830 717	1 112 341	786 343	273 017
<i>Úpravy o nepeněžní operace:</i>				
Odpisy a snížení hodnoty aktiv	9 066	20 469	13 457	16 646
Změna stavu rezerv a opravných položek	6 158	40 777	50 577	52 096
Zisk z prodeje dlouhodobého majetku	-14 173	-2 575	-13 004	-4 809
Zisk z prodeje části podniku	0	0	0	-3 781
Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	-3 480	-5 835	2 158	-9 871
Změna reálné hodnoty derivátů	12 325	-64 229	-62 655	81 126
Nevyplacený příjem z titulu převodu podílu na zisku	-629 473	-688 564	-575 159	-370 439
Ostatní nepeněžní operace	12 625	0	0	0
	223 765	412 384	201 717	33 984
Změna stavu krátkodobých pohledávek	50 298	-20 956	97 804	-149 292
Změna stavu krátkodobých závazků	-271 217	-211 370	289 695	-3 536
Peněžní tok z provozní činnosti	2 846	180 058	589 216	-118 844
Přijaté úroky	3 511	5 839	4 486	11 033
Vyplacené úroky	-31	-4	-6 644	-1 162
Vratka na dani (+) / Zaplacená daň z příjmů (-)	-112 579	-40 416	20 803	-38 610
Přijaté dividendy a podíly na zisku	688 564	575 159	370 439	334 116
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	582 311	720 636	978 300	186 533
Výdaje spojené s nabytím dlouhodobého majetku	-225	-1 574	-671	-732
Příjmy spojené s prodejem dlouhodobého majetku	29 851	3 117	22 919	8 941
Příjmy spojené s prodejem části podniku	0	0	0	34 657

Čistý peněžní tok z investiční činnosti	29 626	1 543	22 248	42 866
Vyplacené dividendy	-1 029 893	-739 648	-291 823	-452 993
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-1 029 893	-739 648	-291 823	-452 993
Čisté peněžní toky celkem	-417 956	-17 469	708 725	-223 594
Peníze a peněžní ekvivalenty na začátku období	696 486	713 955	5 230	228 824
Změna stavu peněz a peněžní ekvivalentů	-417 956	-17 469	708 725	-223 594
Peníze a peněžní ekvivalenty na konci období	278 530	696 486	713 955	5 230