

Finanční analýza a plánování podniku

5. cvičení

Případová studie: Kdo nejlépe zhodnocuje kapitál? Čtyři výrobci nápojů

1. Firmy a kontext

Kofola ČeskoSlovensko a.s. je výrobce nealkoholických nápojů ve střední a jihovýchodní Evropě (značky Kofola, Rajec, Radenska, UGO aj.), kotovaný na pražské burze. V březnu 2024 získala 51% podíl ve skupině PIVOVARY CZ Group (pivovary Zubr, Holba, Litovel) a vstoupila tím do segmentu piva. Výkazy sestavuje podle IFRS v tis. Kč.

Coca-Cola HBC AG je stáčecí partner společnosti The Coca-Cola Company v řadě zemí Evropy a Afriky (včetně ČR), se sídlem ve Švýcarsku a kotací v Londýně a Aténách. Rozšířila působnost do Egypta (integrace probíhala v roce 2023), v listopadu 2023 koupila značku Finlandia Vodka a v říjnu 2025 podepsala smlouvu o koupi 75 % Coca-Cola Beverages Africa (dokončení až po konci roku 2025). Výkazy sestavuje podle IFRS v mil. EUR.

Carlsberg A/S je dánská pivovarnická skupina. V roce 2022 klasifikovala ruské podnikání (Baltika) jako držené k prodeji, v roce 2023 nad ním ztratila kontrolu a v lednu 2025 dokončila převzetí britského výrobce nealkoholických nápojů Britvic. Výkazy sestavuje podle IFRS v mil. DKK.

Heineken N.V. je nizozemská pivovarnická skupina s celosvětovou působností. V roce 2021 získala kontrolu nad indickým pivovarem United Breweries, v letech 2023 a 2024 vykázala snížení hodnoty některých aktiv a investic. Výkazy sestavuje podle IFRS v mil. EUR.

2. Analytická otázka

Investiční výbor penzijního fondu zvažuje dlouhodobou investici do akcií jednoho evropského výrobce nápojů. Analytik fondu předložil tabulku „ROE 2025“ a doporučil Kofolu jako nejrentabilnější firmu:

„ROE 2025“ podle analytika				
Firma	Kofola	Coca-Cola HBC	Carlsberg	Heineken
„ROE 2025“	40 %	29 %	21 %	10 %

Výbor po vás chce odpověď na tři otázky:

1. **Co analytikova čísla skutečně měří?** Zjistěte, jak ukazatel spočítal (z jakých položek a k jakému datu), a posuďte, zda je pro rozhodnutí investora vhodný.
2. **Obstojí pořadí firem i z jiných pohledů na rentabilitu?** Pohled vlastníka, pohled všech poskytovatelů dlouhodobého kapitálu, pohled podniku (managementu) a pohled věřitele.
3. **Kterou firmu byste výboru doporučili z hlediska rentability a proč?** A co by vaše doporučení mohlo změnit?

Pohled uživatele: externí investor (minoritní akcionář), který má k dispozici jen veřejné informace: výkazy, výroční zprávy a tržní ceny. Které ukazatele použijete a jak je zkonstruujete, je vaše rozhodnutí – musíte ho zdůvodnit a zdokumentovat.

3. Podklady

- **data_napoje_rentabilita.xlsx** – rozvahy a výkazy zisku a ztráty všech čtyř firem za 2021–2025 (listy Rozvaha_* a VZZ_*), cena akcie a tržní kapitalizace na konci roku (list Tržní údaje) a zdroje dat s odkazy na výroční zprávy (list Zdroje).
- Výkazy jsou v původním členění každé společnosti; nic nebylo sloučeno. Měny a jednotky nejsou přepočteny (Kofola tis. Kč, ostatní miliony EUR/DKK).
- **Dohleďte samostatně** (se zdrojem): bezrizikovou úrokovou míru a rizikovou prémii vlastního kapitálu (ERP), které použijete pro posouzení, zda je rentabilita pro vlastníka

„dostatečná“. Pokud budete potřebovat detail z přílohy (např. úrokové náklady uvnitř finančních nákladů), odkazy na výroční zprávy jsou v listu Zdroje.

4. Pravidla práce s AI

Při řešení používejte AI nástroje (Claude, ChatGPT, Copilot apod.) na přípravu dat, výpočty a první návrhy interpretace. Platí tři pravidla:

1. Ukazatele si volíte a konstruuje sami. U každého použitého ukazatele zapište přesnou definici (co je v čitateli a jmenovateli, stav k počátku roku / ke konci roku / průměr) a zdroj, ze kterého definici berete – nebo že jde o vlastní konstrukci a proč. AI vám může definice nabídnout; vy za ně odpovídáte.
2. Každý výpočet, který AI provede, alespoň u jednoho roku a jedné firmy ověřte ručně.
3. Interpretaci musíte umět vysvětlit vlastními slovy – v závěrečné diskusi se ptáme, proč jste zvolili právě tyto ukazatele a proč hodnota vyšla, ne jaká vyšla.

Čeho se vyvarovat: nechat si vygenerovat „standardní sadu ukazatelů rentability“ bez vazby na otázku; přijmout výpočet, který nedokážete zopakovat; míchat definice mezi firmami nebo roky (AI je při opakovaných dotazech nedrží konzistentně); nechat AI rozhodnout, co je „úročený dluh“ nebo „zisk“, aniž byste to sami zkontrolovali ve výkazu.

5. Úkoly po fázích (celkem 90 minut)

Rozvrh semináře			
Min	Fáze	Úkol	Výstup fáze
0–5	Zadání	Rozdělení do skupin po 3–4, pravidla práce s AI.	—
5–20	1. Data a „pasti“	Nahrajte datový soubor do AI nástroje. Ověřte bilanční rovnost a jednotky u všech firem. Projděte výkazy a najděte položky a události, které mohou rentabilitu zkreslit nebo znesrovnatelnit (jednorázové a mimořádné položky, ukončované činnosti, akvizice, snížení hodnoty aktiv, neobvyklé složky vlastního kapitálu, nekontrolní podíly). U každé rozhodněte, jak s ní ve výpočtech naložíte.	Seznam „pastí“ v datech (max. 8 bodů) a vaše rozhodnutí ke každé.
20–45	2. Volba a konstrukce ukazatelů	(a) Zrekonstruuje analytikův ukazatel – najděte definici, která dává jeho čísla. (b) Pro každý ze čtyř pohledů (vlastník, poskytovatel dlouhodobého kapitálu, podnik, věřitel) zvolte alespoň jeden ukazatel a zdokumentujte jeho konstrukci: čítec, jmenovatel, časové zasazení jmenovatele, zacházení s nekontrolními podíly, leasingem, hotovostí a ukončováním činnostmi. (c) Spočítejte ukazatele pro všechny firmy za tolik let, kolik vaše definice umožní. Jeden rok jedné firmy ověřte ručně.	Výpočty v xlsx + list „Definice“ (ukazatel · definice · zdroj · proč).
45–65	3. Interpretace	Seřadte firmy podle jednotlivých ukazatelů a vysvětlíte, proč se pořadí liší. Rozlište, co je dáno výkonností podnikání, co financováním (finanční pákou), co oceněním vlastního kapitálu (účetnictví vs. trh) a co jednorázovými vlivy. Posuďte, s čím ukazatele porovnat, aby šlo říct „dost“ nebo „málo“. Odpovězte na otázky 1–3.	Memo pro investiční výbor (viz bod 6).
65–80	4. Dokončení	Zkompletujte xlsx a memo; zkontrolujte, že každý použitý ukazatel má definici, zdroj a ruční ověření.	Odevzdání.
80–90	5. Diskuse	Prezentace 2 skupin (po 3 min): „Co jsme doporučili a který ukazatel nás nejvíce přesvědčil.“ Shrnutí cvičím.	—

6. Odevzdávaný výstup

- **xlsx s výpočty** (vzorce, ne hodnoty natvrdo) a s listem „Definice“: u každého použitého ukazatele definice, zdroj (kniha, jiná literatura, praxe, vlastní konstrukce), jednovětové zdůvodnění a poznámka, který výpočet jste ověřili ručně.
- **Memo pro investiční výbor**, max. 1 strana A4: odpověď na otázky 1–3, tabulka pořadí firem podle zvolených ukazatelů, tři hlavní argumenty vašeho doporučení a dvě omezení (rizika) vaší analýzy.
- Odevzdání do InSIS / dle pokynu cvičícího do konce semináře.

7. Doporučené zdroje k definicím ukazatelů

- Brabenec, T.: Finanční analýza obchodních korporací, 2. vyd. – kap. 5.2.3 Analýza ziskovosti (s. 151–178) a kap. 3 Reorganizace finančních výkazů (investovaný kapitál, zaměstnaný kapitál, EBIT, NOPAT; s. 79–103).
- Přednáška 1FP303 „Rentabilita“ (ROI, ROCE, I, RVK, ROE, ROIC, ROA).

- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (McKinsey & Company) – kapitoly o ROIC a reorganizaci výkazů.
- Další literatura nebo praxe (např. definice ukazatelů ve výročních zprávách samotných firem) – vždy s uvedením zdroje.