

Projekt stanovení hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. využitím vybraných výnosových metod oceňování

Bc. Lenka Kubíková

Diplomová práce
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Lenka Kubíková**
Osobní číslo: **M11394**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. využitím vybraných výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše definujte podnik jako předmět ocenění, charakterizujte postupy a metody oceňování společnosti se zaměřením na výnosové metody.

II. Praktická část

- Charakterizujte společnost Teplárna Otrokovice a.s. a zhodnoťte její finanční zdraví.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vývoje trhu zpracujte strategický finanční plán společnosti.
- Vypracujte projekt ocenění společnosti Teplárna Otrokovice a.s. pomocí vybraných výnosových metod.
- Zhodnoťte přínos projektu a definujte případná rizika.

Závěr


Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 80-86929-32-3.
MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Petr Novák, Ph.D.**
Ústav podnikové ekonomiky
Datum zadání diplomové práce: **21. června 2013**
Termín odevzdání diplomové práce: **12. srpna 2013**

Ve Zlíně dne 21. června 2013


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlázení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpirá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 1.8.2023

.....
Kubík

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídí k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Cílem diplomové práce je zpracovat projekt stanovení hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. využitím vybraných výnosových metod oceňování. Teoretická část popisuje základní pojmy oblasti stanovení hodnoty podniku, vymezuje postup ocenění společnosti a metody oceňování. Praktická část se zabývá strategickou analýzou a seznamuje s výsledky finanční analýzy. Projektová část spočívá v sestavení dlouhodobého finančního plánu a ve stanovení hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. Závěrem práce je syntéza výsledků ocenění společnosti vybranými výnosovými metodami, výrok o hodnotě podniku a závěrečné zhodnocení analýzy citlivosti.

Klíčová slova: hodnota podniku, oceňování, strategická analýza, finanční analýza, strategický finanční plán, výnosové metody oceňování

ABSTRACT

The aim of diploma thesis is to work out the project of determining the value of the company Teplárna Otrokovice a.s. with using the chosen yield valuation methods. The theoretical part describes the basic terms of determining the value of the company, defines the procedures and methods of company valuation. The practical part deals with the strategic analysis and presents the results of the financial analysis. The project part includes the drawing up a long-term financial plan and determining the value of the company Teplárna Otrokovice a.s. In conclusion of the work is the synthesis of the results of company valuation by chosen yield valuation methods, the verdict about the company valuation and final evaluation of the sensitivity analysis.

Keywords: value of company, valuation, strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, yield valuation methods

Ráda bych poděkovala všem, kteří mi byli nápomocni při psaní diplomové práce. Především děkuji vedoucímu mé práce Ing. Petru Novákovi, Ph.D. za odborné vedení, inspiraci, cenné rady, připomínky a čas, který mi věnoval během zpracování diplomové práce.

Dále děkuji konzultantce práce Ing. et Ing. Petře Ballnérové za konzultace, poskytnuté cenné rady a připomínky, které mi velmi pomohly při zpracování mé práce.

Děkuji také vedení společnosti Teplárna Otrokovice a.s. za realizaci mé diplomové práce, především za seznámení se s interními výkazy a za možnost realizovat mé teoretické poznatky v oblasti oceňování podniku v praxi.

Dále prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 TEORIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU A JEHO HODNOTY	14
1.1 DEFINICE PODNIKU	14
1.2 HODNOTA PODNIKU	14
1.3 KATEGORIE HODNOTY	15
1.3.1 Tržní hodnota (Market Value).....	15
1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota	16
1.3.3 Objektivizovaná hodnota	17
1.3.4 Funkcionální hodnota (Kolínská škola)	18
1.4 DŮVODY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	18
1.4.1 Oceňování související s vlastnickými změnami.....	19
1.4.2 Oceňování v případě, že nedochází k vlastnickým změnám.....	19
1.5 PRÁVNÍ ÚPRAVA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	19
2 PŮSOBNÍ RIZIKA A ČASU	20
2.1 FAKTOR ČASU.....	20
2.2 FAKTOR RIZIKA.....	20
2.2.1 Klasifikace rizika.....	21
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	21
2.3.1 Diskontní míra a účel ocenění.....	21
3 ZÁKLADNÍ POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	23
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	24
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	24
3.2.1 Postup strategické analýzy	25
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	27
3.3.1 Postup finanční analýzy.....	27
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV PODNIKU NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ	27
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	28
3.6 FINANČNÍ PLÁN	28
3.6.1 Postup sestavení finančního plánu	29
3.7 VÝBĚR VHODNÉ METODY A OCENĚNÍ PODNIKU.....	29
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	30
4.1 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSŮ.....	31
4.1.1 Metoda diskontovaného Cash Flow	31
4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	35
4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	37
4.1.4 Kombinované (korigované) výnosové metody.....	39

4.2	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE MAJETKU	39
4.2.1	Ocenění na principu reprodukčních cen	40
4.2.2	Ocenění likvidační hodnotou	41
4.3	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU	41
4.3.1	Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	41
4.3.2	Ocenění metodou tržního porovnání	41
4.4	SOUHRNNÉ OCENĚNÍ SAMOSTATNÉHO PODNIKU	42
II	PRAKTICKÁ ČÁST	44
5	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI TEPLÁRNA OTROKOVICE A.S.	45
5.1	PŘEDMĚT PODNIKÁNÍ	45
5.2	CÍLE SPOLEČNOSTI.....	46
5.3	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA SPOLEČNOSTI	46
5.3.1	Charakteristika jednotlivých oddělení.....	47
5.4	ZAŘAZENÍ PODLE KLASIFIKACE CZ NACE	49
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	50
6.1	ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ – PEST ANALÝZA	50
6.2	ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ.....	53
6.3	SWOT ANALÝZA SPOLEČNOSTI TOT A.S.	56
6.4	CHARAKTERISTIKA RELEVANTNÍHO TRHU	57
6.4.1	Analýza atraktivity trhu.....	58
6.4.2	Vývoj relevantního trhu.....	60
6.5	PROGNÓZA TRŽEB OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI	61
6.6	ZHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY SPOLEČNOSTI TOT A.S.	62
7	FINANČNÍ ANALÝZA	64
7.1	ANALÝZA MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY SPOLEČNOSTI	64
7.1.1	Analýza majetkové struktury společnosti.....	64
7.1.2	Analýza finanční struktury společnosti	65
7.2	ANALÝZA VÝNOSŮ, NÁKLADŮ A HOSPODÁŘSKÉHO VÝSLEDKU.....	66
7.2.1	Analýza výnosů	66
7.2.2	Analýza nákladů	66
7.2.3	Analýza vývoje hospodářského výsledku.....	67
7.3	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	69
7.3.1	Čistý pracovní kapitál.....	69
7.4	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	70
7.4.1	Ukazatele zadluženosti.....	70
7.4.2	Ukazatele rentability.....	71
7.4.3	Ukazatele likvidity	72
7.4.4	Ukazatele aktivity.....	73

7.5	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ.....	74
7.5.1	Altmanův model.....	74
7.5.2	Index IN01.....	75
7.6	ANALÝZA DOPLŇUJÍCÍCH UKAZATELŮ.....	76
7.6.1	Přidaná hodnota.....	76
7.7	ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ SPOLEČNOSTI TOT A.S.....	77
8	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....	79
8.1	PLÁN ROZVAHY.....	79
8.2	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY.....	80
8.3	ANALÝZA FINANČNÍHO PLÁNU.....	83
9	PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI TOT A.S.....	84
9.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY.....	84
9.1.1	Náklady na vlastní kapitál.....	85
9.1.2	Náklady na cizí kapitál.....	90
9.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál – WACC.....	90
9.2	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL A KORIGOVANÝ VH.....	90
9.2.1	Provozně nutný investovaný kapitál.....	90
9.2.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	92
9.3	OCENĚNÍ TOT A.S. METODOU DISKONTOVANÉHO CASH-FLOW – DCF.....	92
9.3.1	Ocenění metodou DCF entity (Free Cash Flow to Firm – FCFF).....	92
9.3.2	Ocenění metodou DCF equity (Free Cash Flow to Equity – FCFE).....	95
9.4	OCENĚNÍ TOT A.S. METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ.....	96
9.4.1	Ocenění paušální metodou KČV (ocenění minulých období).....	97
9.5	OCENĚNÍ TOT A.S. METODOU EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY – EVA.....	98
9.6	SOUHRNNÉ OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI TOT A.S.	100
9.7	ANALÝZA CITLIVOSTI.....	101
	ZÁVĚR.....	104
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	106
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	109
	SEZNAM OBRÁZKŮ.....	111
	SEZNAM TABULEK.....	112
	SEZNAM PŘÍLOH.....	114

ÚVOD

Pro tržní hospodářství je charakteristická vysoká konkurence. Podniky se denně snaží nalézt své konkurenční výhody a také trhy, které nabízí dostatečný prostor pro jejich uplatnění. Základním finančním cílem společnosti je dlouhodobá maximalizace tržní hodnoty. Dlouhodobá stabilita podniku je zajištěna trvalou finanční rovnováhou a trvalým dostatečně vysokým kladným výsledkem hospodaření. Především náležitá firemní vize a strategické finanční plánování je zapotřebí k dosažení žádoucí dlouhodobé stability podniku, přičemž je nutné respektovat faktor rizika. Součástí firemního plánování je i strategický finanční plán. Finanční plán a naplnění principu neomezeného trvání společnosti tvoří základní předpoklad pro ocenění podniku využitím výnosových metod oceňování, které jsou dle názoru odborníků pokládány za nejsprávnější metody oceňování.

Ocenění podniku je velmi náročná a komplexní oblast, k jejímuž správnému provádění je nezbytné dostatečné množství teoretických i praktických znalostí. Významné je rovněž určení cíle ocenění – z jakého důvodu je prováděno a pro koho je určeno.

Ve své práci se zaměřím na stanovení hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. využitím vybraných výnosových metod oceňování a následnou syntézou výsledků jednotlivých metod určím výslednou hodnotu společnosti.

V teoretické části se budu zabývat objasněním základních pojmů z oblasti oceňování podniku, definuji podnik, kategorie hodnoty a důvody pro ocenění. Dále popíši vliv faktoru času a rizika, který se do ocenění promítá prostřednictvím úrokové míry, postup ocenění společnosti a metody oceňování.

V praktické části se nejprve budu věnovat důkladné charakteristice oceňované společnosti. Poté se zaměřím na strategickou analýzu – analýzu relevantního trhu a jeho vývoj, vymezení konkurence podniku a prognózu tržeb společnosti. Další část bude spočívat v provedení podrobné analýzy finančního zdraví podniku.

Cílem projektové části je na základě využití výsledků uvedených analýz sestavení strategického finančního plánu podniku a stanovení tržní hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. pomocí vybraných výnosových metod – metodou diskontovaných peněžních toků, metodou kapitalizovaných čistých výnosů a metodou ekonomické přidané hodnoty.

Hlavním cílem mé diplomové práce bude stanovení výsledné hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. pomocí syntézy výsledků ocenění získaných jednotlivými výnosovými metodami. Ocenění bude provedeno k 1. 1. 2013. Součástí souhrnného ocenění bude také provedená analýza citlivosti.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU A JEHO HODNOTY

Problematika oceňování podniku přesně vymezuje postup stanovení jeho hodnoty. Zabývá se podnikem jako zbožím, které je předmětem směny na trhu. Ocenění společnosti je vnímáno jako služba, která přináší zákazníkovi očekávaný prospěch. Hodnotu podniku však nelze určit zcela objektivně, neboť její stanovení je závislé na řadě objektivních faktorů, jako jsou účel ocenění, vědomosti a zkušenosti oceňovatele, množství a dostupnost kvalitních informací, zvolená metoda ocenění a časový okamžik zpracování. Jelikož není možné stanovit objektivní hodnotu podniku, není možné nalézt ani jediný, přesný a univerzální postup ocenění a tedy jedinou správnou hodnotu podniku. (Kislingerová, 2001; Krabec, 2009)

1.1 Definice podniku

Charakteristika podniku z důvodu ocenění není jednoduchá. V odborné literatuře, která se věnuje problematice oceňování podniku, můžeme nalézt mnoho různých definic. Někteří autoři vymezují podnik jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Výklad pojmu podnik v podmínkách České republiky upravuje obchodní zákoník v § 5. Podnik je pro účely tohoto zákona definován následovně:

„Podnik je soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná.“
(Obchodní zákoník, § 5)

Podnik z ekonomického hlediska tvoří funkční celek, který je schopen přinášet určitý užitek či generovat výnos v současnosti i v budoucnosti. Je to souhrn hmotného i nehmotného majetku a také lidského faktoru, který jej dotváří svými vědomostmi a zkušenostmi. Při oceňování podniku je nutné brát v úvahu také závazky, které tvoří podstatnou část podnikání. Všechny tyto složky podniku tvoří smysluplný komplex, který zajišťuje plnění základní funkce, pro kterou byl podnik zřízen. (Kislingerová, 2001; Mařík, 2011)

1.2 Hodnota podniku

Hodnota podniku je výsledkem oceňování podniku. Podílí se na stanovení jeho směnné hodnoty, tedy ceny. Hodnota existuje i bez směny, ale cena podniku je důsledkem transak-

ce uskutečněné mezi kupujícím a prodávajícím. Hodnota podniku tedy není shodná s cenou podniku a rovná se jí jen zcela výjimečně. (Copeland, 2000; Mařík, 2011)

Podnik je možno oceňovat na různých hladinách:

- **hodnota brutto** – udává hodnotu podniku jako celku, zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele,
- **hodnota netto** – vyjadřuje hodnotu vlastního kapitálu, tedy hodnotu na úrovni vlastníků podniku.

1.3 Kategorie hodnoty

Jedním z primárních poznatků oceňování podniku je stanovení kategorie hodnoty. Výběr kategorie hodnoty podniku musí být ve shodě s účelem, pro který je ocenění určeno. Rozčleňujeme několik základních kategorií hodnoty, které vyplývají z následujících otázek:

- Kolik je ochoten zaplatit za podnik běžný zájemce na trhu? Jaké je tržní ocenění podniku?
- Jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Na principu těchto otázek se postupem času vyvinuly čtyři charakteristické přístupy k oceňování podniku. Jsou to tržní hodnota, subjektivní (investiční) hodnota, objektivizovaná hodnota a funkcionální hodnota na bázi Kolínské školy. (Krabec, 2009; Mařík, 2011)

1.3.1 Tržní hodnota (Market Value)

Tržní hodnotu podniku je možné na základě mezinárodních oceňovacích standardů¹ charakterizovat následovně:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými

¹ International Valuation Standards, vypracované mezinárodní organizací pro oceňování IVSC.

a nezávislymi partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (International Valuation Standards Committee, 2003)

Tržní hodnota odpovídá na otázku: „Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu?“ Obsahuje předpoklad nejlepšího možného využití majetku, které je v mezinárodních oceňovacích standardech definováno jako:

„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“ (International Valuation Standards Committee, 2003)

Tržní hodnotu využíváme zejména při uvádění podniku na burzu, při prodeji podniku nebo není-li znám konkrétní kupující. (Mařík, 2011)

1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Podle mezinárodních oceňovacích standardů lze subjektivní hodnotu definovat následovně:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.“ (International Valuation Standards Committee, 2003)

Subjektivní hodnota odpovídá na otázku: „Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?“ Subjektivní hodnota je dána očekávanými užitky specifického kupujícího. Je nejvíce ovlivněna subjektivními názory jak odhadce, tak i objednatele ocenění podniku. Management společnosti totiž sestavuje finanční plán, z jehož údajů samotné ocenění podniku vychází a promítají se do něj individuální očekávání daného subjektu.

Investiční hodnotu je vhodné využít především při koupi nebo prodeji podniku v okamžiku, kdy daný subjekt potřebuje rozpoznat, je-li pro něj transakce výhodná či nikoliv. Taktéž se používá při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. (Mařík, 2011)

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Odhadci zavedli do praxe termín objektivizovaná hodnota, jelikož objektivní hodnotu podniku není možné určit. Podle německých oceňovacích standardů² je objektivizovaná hodnota definována následovně:

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhajícíím daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“ (IDW Standard, 2000)

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku: „Jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou?“ Užití objektivizované hodnoty je vždy spojeno se záměrem, pro který je hodnota podniku zjišťována, a také s časem, ve kterém se odhad zpracovává. Tato hodnota by měla v co největší míře vycházet ze všeobecně uznávaných dat, která jsou relevantní k datu ocenění.

Při zjišťování objektivizované hodnoty se opíráme o několik zásad. Mezi tyto zásady patří:

- **udržení substance** – z podniku by mělo být odebíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance),
- **volný zisk** – ocenění je založeno na volném zisku, to je té části zisku, kterou je možno z podniku vybrat, aniž by byla narušena jeho substance,
- **nepotřebný majetek** – jde o rozdělení majetku společnosti na část potřebnou pro provoz a část nepotřebnou. Výnosové ocenění se týká provozně nutného majetku. Ostatní majetek je oceňován samostatně.
- **možnosti změn v podniku** – při ocenění se vychází z podniku jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění. Posuzují se jen změny, které jsou známy k datu ocenění (např. investice, o nichž již bylo rozhodnuto nebo vliv dokončení investic).

² IDW S1

- **metoda** – metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná. Jiný odhadce by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či obdobnými výsledky,
- **management** – předpoklad přetrvání stávajícího managementu do budoucna,
- **zdanění** – navrhuje zohlednit i daně na úrovni vlastníka.

Objektivizovaná hodnota by měla být výsledkem ocenění především při zjišťování současné reálné bonity podniku nebo při poskytování úvěru. (Mařík, 2011)

1.3.4 Funkcionální hodnota (Kolínská škola)

Základem Kolínské školy je funkce, kterou plní ocenění pro uživatele jeho výsledku. Rozlišuje několik primárních funkcí oceňování a společně s tím také funkce oceňovatele:

- **funkce komunikační (informační)** – úkolem je poskytnout podklad pro finanční výkaznictví a také pro komunikaci s veřejností, zejména s bankami a investory,
- **funkce rozhodčí** – cílem oceňovatele je nalézt „výslednou“ hodnotu, která by vyvažovala hodnotové pohledy a zájmy účastníků transakce,
- **funkce poradenská** – smyslem této funkce je poskytnutí podkladů a informací, které povedou k nalezení „spravedlivé“ hodnoty jak pro kupujícího, tak pro prodávajícího,
- **funkce argumentační** – oceňovatel hledá argumenty pro zlepšení vyjednávací pozice stran,
- **funkce daňová** – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

Funkcionální hodnota se využívá především při podnikových transformacích, při prodeji podniku a tam, kde je potřeba vyvažovat zájmy zúčastněných stran. (Krabec, 2009; Mařík, 2011)

1.4 Důvody pro oceňování podniku

Existuje mnoho důvodů, proč potřebujeme stanovit hodnotu podniku. Členíme je na dvě základní kategorie.

1.4.1 Oceňování související s vlastnickými změnami

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- vklad podniku nebo jeho části do obchodní společnosti,
- ocenění v souvislosti s fúzí,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti,
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí.

1.4.2 Oceňování v případě, že nedochází k vlastnickým změnám

- změna právní formy společnosti,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
- ocenění v souvislosti s uvedením podniku na kapitálový trh,
- ocenění v souvislosti se sanací podniku.

Ať už je důvod pro oceňování podniku jakýkoliv, vždy by měl být přesně znám podnět, z jakého ocenění vzešlo, o jakou kategorii hodnoty jde a jaká hladina hodnoty má být zjištěna. (Mařík, 2011)

1.5 Právní úprava oceňování podniku

V současnosti neexistuje v České republice žádný obecně závazný zákon či právní předpis, který by upravoval problematiku oceňování podniku. Oceňovatelé využívají zejména poznatky ekonomické teorie. Částečně tuto oblast řeší určité předpisy, mezi které patří především zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR, zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů a dále Metodický pokyn ZNAL České národní banky. Problematika oceňování podniku je důsledněji řešena v mezinárodním a evropském měřítku. Je tedy možné využít Mezinárodní oceňovací standardy a Evropské oceňovací standardy a rovněž národní standardy některých zemí, například Americké oceňovací standardy US PAP nebo Německé standardy IDW S1. (Kislingerová, 2001; Mařík, 2011)

2 PŮSOBENÍ RIZIKA A ČASU

Při posuzování výkonnosti podniku je třeba brát v úvahu faktor rizika a faktor času. Tyto dva faktory se promítají do oceňování podniku prostřednictvím diskontní míry a objasňují vliv pochybnosti a nestálosti finančních rozhodnutí a také vliv času.

2.1 Faktor času

Podstatou výnosových metod oceňování je určit tržní hodnotu společnosti, tedy současnou hodnotu očekávaných příjmů, které poplynou z tohoto podniku jeho vlastníkovi. (Mařík, Maříková, 2001)

Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku, však nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Záleží na tom, kdy vlastník své příjmy obdrží. To je dáno tzv. časovou hodnotou peněz, která nám říká, že koruna získaná dnes má větší hodnotu než koruna získaná zítra, jelikož dnešní koruna může být investována a může nám začít vydělávat a poskytnout nám tak dodatečný příjem. Musíme proto zpočátku přepočítat všechny budoucí příjmy na jejich současnou hodnotu, tedy jejich hodnotu k okamžiku ocenění. Peněžní částky mohou mít trojí primární podobu:

- jednorázová částka,
- anuita, to je řada stejně velkých pravidelných plateb,
- perpetuita, tedy částka vyplácená ve stejné výši pravidelně, ve stejně velkých časových úsecích po nekonečně dlouhou dobu (nekonečná anuita). (Dluhošová, 2010; Krabec, 2009; Neumaierová, Neumaier, 2002)

2.2 Faktor rizika

Riziko neodmyslitelně patří k veškerým typům podnikatelské činnosti. Čím vyšší je míra rizika, tím vyšší míru výnosu investor očekává. V podnikání mohou nastat okolnosti, kdy se skutečné výsledky podniku budou lišit od výsledků očekávaných. Riziko vyjadřuje stupeň nejistoty, který je spojen s předpokládaným budoucím výnosem pro investora. Výši rizika je možné určit dle pravděpodobnosti dosažení výsledků. Analýza rizika a odborně stanovená míra rizika je jedním z klíčových faktorů, které mají vliv na správný výsledek ocenění podniku. (Kislingerová, 2001)

2.2.1 Klasifikace rizika

Rizika lze členit z různých hledisek, z pohledu problematiky oceňování podniku jsou nejdůležitější následující rizika:

Obchodní riziko – jedná se o riziko, které je svázáno s kolísavostí prodeje (prodejní riziko, které plyne z kolísání tržeb) a hladinou fixních provozních nákladů (provozní riziko, které se měří pomocí stupně provozní páky).

Finanční riziko – toto riziko ukazuje množství cizích zdrojů, které jsou zapojeny ve financování podniku. Odvíjí se od velikosti fixních nákladů, jako jsou leasingové splátky či nákladové úroky, které vytváří pravidelně se opakující platby za použití kapitálu a mají tudíž vliv na hospodářský výsledek. Ve spojitosti s využitím cizích zdrojů vzniká podniku tzv. úrokový daňový štít, který představuje zvýšení výnosu pro akcionáře, ale také růst finančního rizika. (Kislingerová, 2001; Mařík, 2011)

Systematické (tržní) riziko – jde o riziko, které souvisí s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém prostředí. Podnik toto riziko nemůže eliminovat diverzifikací svého portfolia. Měří se koeficientem beta (β), který udává míru citlivosti investice vzhledem k trhu. Jedná se například o vývoj HDP, inflace nebo tržních úrokových měr.

Nesystematické (specifické) riziko – to je jedinečné riziko, specifické pro fungování každého podniku. Podnik toto riziko může vyloučit diverzifikací. Toto riziko mohou zapříčinit zastaralé postupy či chyby managementu. (Kislingerová, 2001)

2.3 Diskontní míra

Prostřednictvím diskontní míry (kalkulované úrokové míry) se do hodnoty podniku odráží faktor rizika i faktor času. Reprezentuje úroveň výnosnosti, kterou investor očekává, se zřetelem na riziko, které je spojeno s možností tento výnos získat. Úkolem diskontní míry je upravit budoucí příjmy na jejich současnou hodnotu. Diskontní míra je spojena s možností dosáhnout výnosnosti při alternativním využití kapitálu, tedy s náklady ušlé příležitosti.

2.3.1 Diskontní míra a účel ocenění

Postup stanovení diskontní míry by měl záviset na kategorii hodnoty, kterou zjišťujeme a také na typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno.

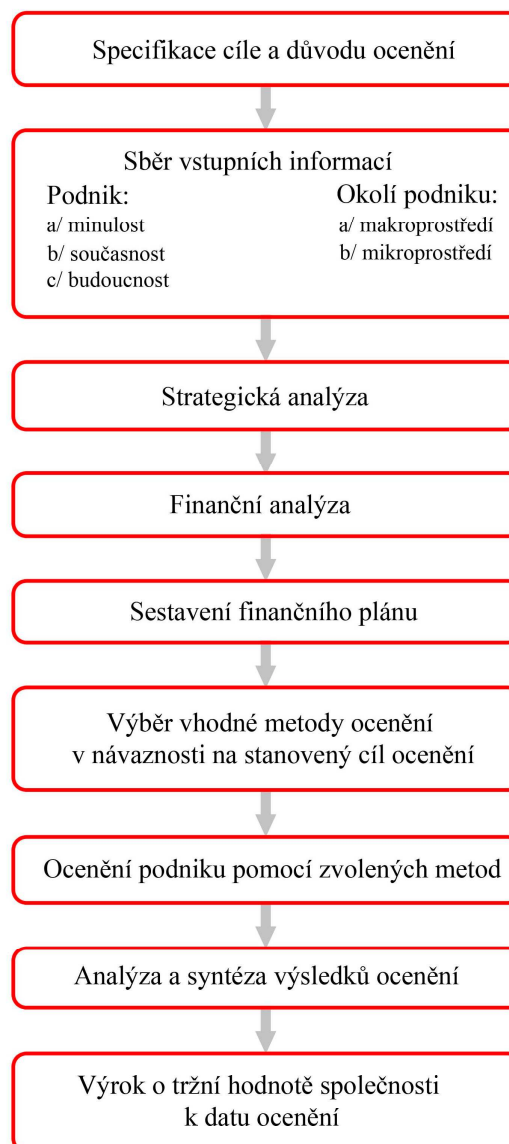
Z pohledu kategorie hodnoty rozeznáváme stanovení diskontní míry následujícím způsobem:

- **tržní hodnota** – kalkulaci opíráme o tržní data. Můžeme využít následující základní postupy. Diskontní míru odvozuje z dat kapitálového trhu (z výnosnosti akcií a dluhopisů) pomocí metody CAPM. Nebo ji odvodíme z trhu s podniky.
- **investiční hodnota** – v tomto případě při kalkulaci vycházíme z alternativní možnosti, jak může investor využít svůj kapitál.
- **objektivizovaná hodnota** – odhad je založen na co největším množství podložených běžně dostupných dat. (Mařík, Maříková, 2001)

Správné určení diskontní míry může podstatným způsobem ovlivnit výslednou hodnotu podniku, proto by procesu stanovení diskontní míry měla být věnována náležitá pozornost.

3 ZÁKLADNÍ POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

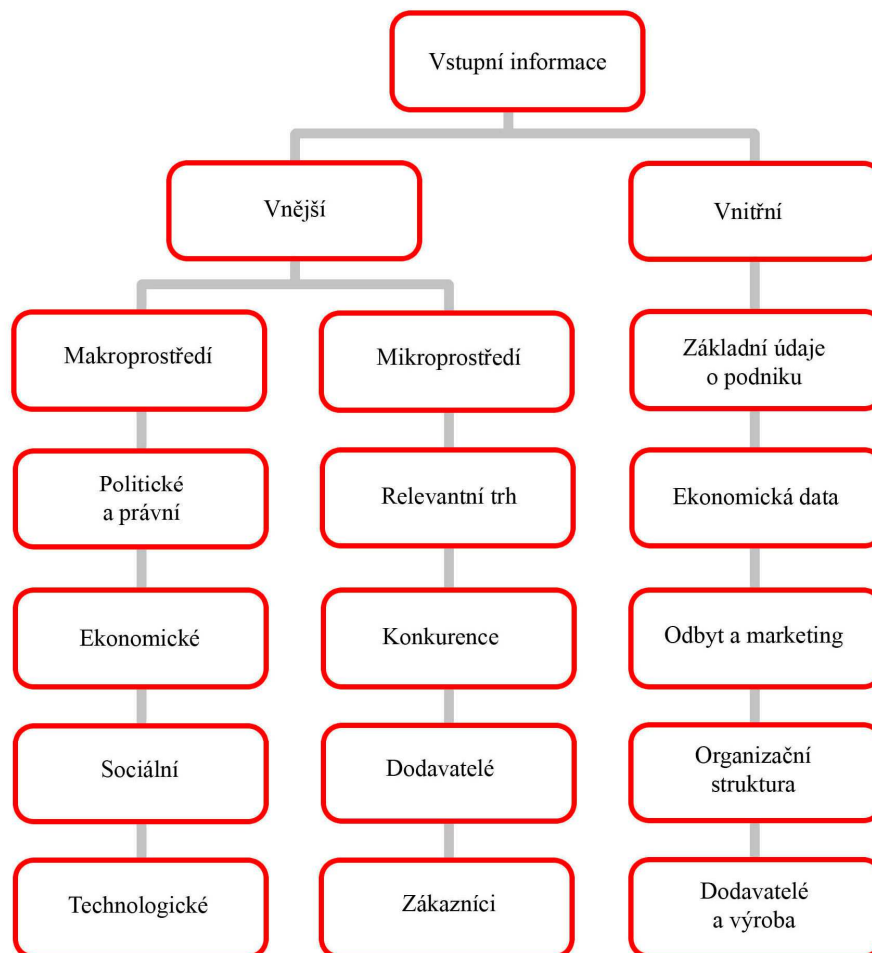
Prvním a nejdůležitějším krokem v procesu ocenění společnosti je přesná specifikace cíle a důvodu ocenění. Měli bychom znát odpověď na otázku, jakou funkci má ocenění plnit. Pro kvalitní zpracování ocenění podniku bychom měli znát dostatečné množství relevantních informací, abychom mohli zanalyzovat jak oceňovaný podnik, tak i makro a mikroprostředí. Na základě těchto informací poté můžeme provést strategickou analýzu a zhodnotit finanční zdraví společnosti, včetně zhotovení strategického finančního plánu. Dle provedených analýz zvolíme vhodnou metodu ocenění a provedeme samotné stanovení hodnoty podniku.



Obr. 1. Proces stanovení hodnoty podniku (Mařík, 2011)

3.1 Sběr vstupních dat

Základním předpokladem kvalitního provedení ocenění podniku je získání správných, hodnotných a relevantních informací. Vnitřní a vnější vstupní data, která jsou nezbytná pro stanovení hodnoty podniku, jsem shrnula do následujícího obrázku.



Obr. 2. Vnější a vnitřní vstupní informace (Kislingerová, 2001)

3.2 Strategická analýza

Jednou z klíčových fází oceňovacího procesu je provedení strategické analýzy. Základní funkcí strategické analýzy je vymezení souhrnného výnosového potenciálu oceňované společnosti. Výnosový potenciál společnosti je závislý jak na vnitřním potenciálu, kterým společnost disponuje a umožňuje nám tak stanovit silné a slabé stránky podniku a jeho konkurenceschopnost, tak i na vnějších možnostech, které vystihují šance a rizika podnikatelského prostředí.

Hlavní úlohou strategické analýzy jsou podle profesora Maříka poskytnuté odpovědi na následující tři základní otázky:

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- Jaký vývoj trhu, konkurence a zejména podnikových tržeb lze v souvislosti s dlouhodobými perspektivami společnosti očekávat?
- Jaká rizika jsou s podnikem spojena?

Jestliže strategická analýza prokáže, že potenciál podniku je malý a není tak schopen konkurovat ostatním podnikům na trhu, vyplývá z toho, že perspektivy podniku jsou chatrné. Finanční analýza a finanční plán již zřejmě pouze tyto poznatky potvrdí. Oceňovatelé mnohdy automaticky pracují s předpokladem trvalého pokračování podniku (předpoklad „going concern“). Tento předpoklad ovšem nelze přijmout automaticky, je nutné jej doložit do té míry, aby byl důvěryhodný.

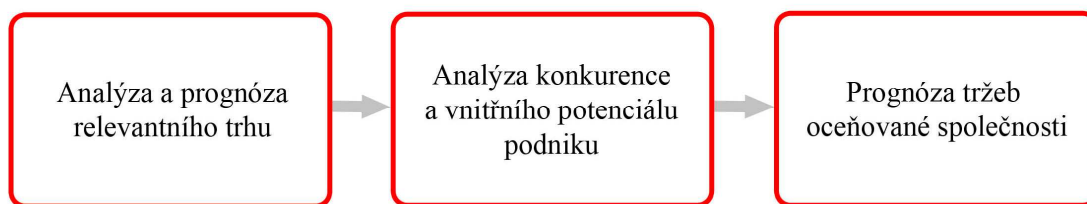
Profesor Mařík odpověď na první otázku, týkající se dlouhodobé perspektivy podniku, určitým způsobem standardizuje:

- zdravý podnik, u kterého je na místě předpoklad „going concern“,
- slabší podnik, který může přežít, ale je propojen se značnými riziky,
- nemocný podnik, který je spojen s velmi vysokými riziky a omezenou životností,
- aktuálně ohrožený podnik, jenž bude nejlepší ocenit likvidační hodnotou.

Vymezení předpokládaného vývoje tržeb má smysl pouze u prvních třech typů společností. Stanovení dlouhodobé prognózy tržeb by měla být věnována značná pozornost, neboť vývoj tržeb má velký vliv na výslednou hodnotu oceňovaného podniku. Rizika, která jsou spojena s podnikem, vyplynou při zjišťování odpovědí na první dvě otázky. (Mařík, 2011)

3.2.1 Postup strategické analýzy

Postup strategické analýzy je znázorněn na následujícím obrázku.



Obr. 3. Postup strategické analýzy (Mařík, 2011)

Relevantní trh a jeho prognóza (analýza vnějšího potenciálu)

Základním krokem strategické analýzy by mělo být jednoznačné vymezení relevantního trhu, náležitěho oceňované společnosti. Dalším krokem je posouzení atraktivity tohoto trhu a stanovení faktorů, které na tento trh působí (velikost trhu, růst, intenzita přímé konkurence, citlivost trhu na konjunkturu), jejich minulý a předpokládaný budoucí vývoj. Dále je nutné sestavit prognózu vývoje relevantního trhu, přičemž je třeba zohlednit faktory národohospodářské, obecné faktory poptávky a faktory specifické.

Analýza konkurence oceňovaného podniku (analýza vnitřního potenciálu)

Cílem analýzy konkurence je odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucna. Vlastní postup analýzy konkurenční síly by měl zahrnovat následující kroky. Prvním z nich je určení dosavadního tržního podílu oceňovaného podniku. Poté následuje identifikace hlavních konkurentů. Dále je třeba provést analýzu vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti (schopnost podniku využít šance, které plynou z rozvoje trhu, schopnost čelit konkurenci a případným hrozbám). Závěrem je prognóza tržních podílů.

Výsledek analýzy konkurence se promítne do zhodnocení perspektivnosti podniku, do posouzení vývoje tržního podílu a také do diskontní míry, zachycující riziko podniku.

V rámci analýzy vnitřního potenciálu podniku se odhaduje, v jaké fázi životního cyklu se společnost nachází a stanovují se přímé a nepřímé faktory, které mají vliv na tržní podíl (kvalita a ceny produktů, servis, odbytové cesty, management a vedení společnosti, výzkum a vývoj).

Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognózu tržeb bychom měli odvodit z výsledků předchozích analýz – z hodnocení perspektivnosti podniku a z prognózy růstu tržeb. (Mařík, 2011)

3.3 Finanční analýza

Jedním z nejdůležitějších nástrojů finančního řízení je zhodnocení finančního zdraví společnosti. Pro účely ocenění prověřujeme finanční zdraví podniku k datu jeho ocenění. Finanční analýza poskytuje podkladové údaje pro určení předpokládaného budoucího vývoje podniku a tvoří rovněž základ pro sestavení finančního plánu, který je nezbytný pro vyvození výnosové hodnoty podniku při oceňování výnosovými metodami.

3.3.1 Postup finanční analýzy

Vlastní postup finanční analýzy v rámci problematiky oceňování podniku můžeme shrnout do následujících kroků:

- prověření úplnosti a správnosti vstupních dat,
- analýza základních účetních výkazů – rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz peněžních toků (cash flow),
- výpočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů – čistý pracovní kapitál, likvidita, rentabilita, aktivita, zadlužení,
- souhrnné zhodnocení finančního zdraví společnosti, součástí je rovněž výrok o perspektivách firmy a určení rizika podniku. (Grünwald, Holečková, 2008; Knápková, Pavelková, 2011; Mařík 2011)

3.4 Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná

Při oceňování podniku je nutné rozlišit aktiva společnosti na provozně nutná a provozně nepotřebná. Se základním podnikatelským zaměřením podniku se pojí určitá aktiva, která jsou nepostradatelná pro podnikatelský proces firmy, a není možné je z tohoto procesu vyloučit. Tato aktiva označujeme jako provozně nutná aktiva. Patří mezi ně zejména peněžní prostředky, pohledávky, zásoby a fixní aktiva nezbytná k hlavní činnosti podniku.

Jako provozně nepotřebná aktiva označujeme ta, která nesouvisí s hlavní činností firmy. Jsou to například cenné papíry, nepotřebné zásoby nebo zásoby v nadbytečném množství, nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku nebo investice do dceřiných společností. Spolu s rozdělením aktiv podniku na provozně nutná a nenutná je rovněž nezbytné

vyčlenit výnosy a náklady související s těmito provozně nepotřebnými aktivy. (Knápková, Pavelková, 2011)

Důvody pro rozdělení majetku na provozně nutný a nepotřebný jsou následující:

- část majetku není využívána, nebo nepřináší žádné nebo pouze velmi malé příjmy,
- aktiva nesouvisející s provozem podniku mohou nést odlišná rizika,
- provozně nepotřebný majetek je mnohdy oceňován pomocí jiných metod oceňování (výnosovou, účetní nebo likvidační hodnotou). (Mařík, 2011)

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátor hodnoty je základní ukazatel společnosti, který se podílí na tvorbě hodnoty podniku. S generátory hodnoty pracujeme především při uplatnění výnosového přístupu k oceňování. Zásadou analýzy a prognózy generátorů hodnoty je soustředit pozornost na takové veličiny podniku, které budou schopny v budoucnu tvořit volné peněžní toky a tím se podílet na tvorbě hodnoty podniku. Rozvoj generátorů hodnoty je později vyhotoven ve finančním plánu. Mezi generátory hodnoty řadíme:

- tržby a jejich tempo růstu,
- provozní ziskovou marži,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně potřebného majetku,
- diskontní míru,
- způsob financování,
- dobu předpokládaného vytváření pozitivního peněžního toku. (Mařík, 2011)

3.6 Finanční plán

Kompletní finanční plán bychom měli sestavit, jestliže pro ocenění podniku využijeme výnosových metod oceňování. Finanční plán zahrnuje následující základní finanční výkazy. Jsou to:

- plánovaná rozvaha,

- plánovaný výkaz zisku a ztráty,
- plánovaný výkaz peněžních toků.

Finanční plán je součástí podnikového plánu a je sestaven z dílčích navzájem provázaných plánů. Podnikový plán vyplývá z dlouhodobé koncepce společnosti, z její strategie a vize. Odhadce by se měl vyvarovat automatickému přebírání plánů od managementu podniku, zejména za předpokladu, že cílem ocenění je zjištění tržní či objektivizované hodnoty. V tomto případě slouží finanční plán předkládaný managementem pouze jako podkladový.

3.6.1 Postup sestavení finančního plánu

Sestavení finančního plánu navazuje na analýzu a prognózu generátorů hodnoty. Výše uvedené generátory hodnoty slouží pouze jako opora finančního plánu. Je nutné je doplnit o:

- plán financování (splátky úvěrů, nové úvěry, navyšování základního kapitálu),
- další méně významné položky výnosů, nákladů, pohledávek, závazků (uvedou se ve stejné výši nebo s rozumným tempem růstu),
- položky nesouvisející s hlavní činností podniku,
- předpokládané výplaty dividend a podílů na zisku vlastníkům,
- formální dopočty všech položek účetních výkazů. (Mařík, 2011)

3.7 Výběr vhodné metody a ocenění podniku

Závěrečnou etapou oceňování podniku je volba vhodné metody ocenění. Výběr metody závisí na mnoha faktorech, především na účelu ocenění, stanoveném cíli a funkci, kterou má ocenění plnit. Ocenění podniku provedeme na základě výnosových, majetkových nebo tržních metod. Nejvhodnější je aplikovat všechny tři metody a výsledné ocenění stanovit pomocí tvořivé syntézy jejich výsledků. Jakmile vypracujeme analýzu a syntézu výsledků ocenění, můžeme uveřejnit výrok o hodnotě podniku k datu ocenění.

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V současnosti v oceňovací praxi využíváme zejména následujících oceňovacích metod. První skupinou jsou metody opírající se o analýzu výnosů podniku. Tuto oblast metod doplňují metody kombinované, neboli korigované, které kombinují výsledky zjištěné pomocí výnosových a majetkových metod. Druhou skupinou metod jsou metody založené na ocenění jednotlivých majetkových položek, ze kterých se společnost skládá, k určitému časovému okamžiku. Třetí skupina metod je vybudována na analýze aktuálních tržních cen, za které je možné aktiva směňovat na trhu. V zásadě členíme metody oceňování podniku následovně: (Dluhošová, 2010)

Metody opírající se o analýzu výnosů podniku (výnosové metody):

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované (korigované) výnosové metody.

Metody založené na ocenění jednotlivých majetkových položek (majetkové metody):

- likvidační hodnota,
- účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
- substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
- substanční hodnota na principu úspory nákladů,
- majetkové ocenění na principu tržních cen.

Metody založené na analýze aktuálních cen na trhu (tržní metody):

- ocenění na základě tržní kapitalizace,
- ocenění na základě srovnatelných podniků,
- ocenění na základě srovnatelných transakcí,
- ocenění na základě odvětvových multiplikátorů,
- ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu.

4.1 Metody založené na analýze výnosů

Hodnota společnosti, která je zjišťována s použitím výnosových metod oceňování, je dána odhadem budoucích peněžních toků, jež daná společnost produkuje. Tyto peněžní toky jsou pomocí diskontování přeměňovány na jejich současnou hodnotu. Výnosové metody vychází z poznatku, že hodnota statku je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele. Podnik řadíme ke statkům hospodářským a očekávanými užitek jsou jeho předpokládané výnosy. Tyto výnosy mohou mít rozdílnou formu, například může jít o zisky, dividendy či volné Cash Flow. Při použití jednotlivých výnosových metod je také velice důležité správné stanovení nákladů na kapitál a výběr časového horizontu. (Copeland, 2000; Dluhošová, 2010)

Podle veličiny, kterou budeme pod těmito výnosy rozumět, rozeznáváme jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované (korigované) výnosové metody, které kombinují výnosové a majetkové ocenění.

4.1.1 Metoda diskontovaného Cash Flow

Metoda diskontovaného cash-flow (DCF) je v současné době nejvíce využívána v anglosaských zemích a jedná se o základní výnosovou metodu. Hodnotu aktiv podniku tato metoda vyvozuje z současné hodnoty budoucích peněžních toků, které vyplývají z podnikatelské činnosti firmy. (Kislingerová, 2001)

Rozeznáváme čtyři základní techniky, které lze použít pro výpočet výnosové hodnoty s použitím metody DCF:

- **metoda „entity“** – tato metoda vychází jak z volného peněžního toku pro vlastníky, tak i pro věřitele podniku. V tomto případě je tedy oceňován celkový kapitál firmy, získáme tak hodnotu podniku brutto. Poté tuto hodnotu snížíme o hodnotu cizího kapitálu k okamžiku ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu neboli hodnotu netto.

- **metoda „equity“** – vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku, nikoliv věřitelům. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu.
- **dividendový diskontní model „DDM“** – v tomto případě jsou za peněžní toky považovány dividendy, čili peněžní toky plynoucí vlastníkům. Proto tato metoda vede přímo ke zjištění hodnoty vlastního kapitálu. Tato metoda je tudíž využitelná výhradně u společností, které vytváří zisky a současně stabilně vyplácí dividendy.
- **metoda „APV“** – pomocí této metody oceňujeme rovněž celkový kapitál společnosti. V tomto případě však s využitím dvou položek. Sečteme hodnotu firmy při nulovém zadlužení a současnou hodnotu daňových úspor z nákladových úroků. Po odečtení cizího kapitálu je opět výsledkem hodnota netto.

Základními prameny ocenění podniku pomocí metody diskontovaného cash-flow jsou výsledky strategické a finanční analýzy a souhrnný finanční plán. Pro správné použití této metody je nejdůležitější stanovení peněžních toků pro ocenění a jejich prognóza, také určení diskontní míry a technika výpočtu výnosové hodnoty. (Dluhošová, 2010; Mařík, 2011)

Základním znakem metody DCF je pomocí diskontovaných peněžních toků ocenit investovaný kapitál. Zvažujeme pouze investovaný kapitál, který nese náklady, tudíž vlastní kapitál a úročený cizí kapitál. (Mařík, 2011)

VÝPOČET VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU METODOU DCF ENTITY

Při výpočtu je třeba určit, jaké množství peněz je možné vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Diskontní míra je určena s použitím modelu vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Základem pro výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity je provozní peněžní tok, tedy generování peněz ve společnosti. Ten je nutné ponížit o investice, které jsou předpokladem pro dosažení určité úrovně peněžních toků v budoucnu. Výsledkem je volný peněžní tok, tedy finanční prostředky, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům. (Mařík, 2011)

Tab. 1. Výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity (Mařík, 2011)

+ Korigovaný provozní hospodářský výsledek před daněmi (KPVD)
– Upravená daň z příjmů (KPVD x daňová sazba)
= Korigovaný provozní hospodářský výsledek po daních (KPV)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním HV, které nejsou výdaji v daném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
– Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
– Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= Volný peněžní tok (FCFF)

Mezi základní tvary modelů DCF entity patří **model stabilního růstu**, který využíváme při oceňování společností, u kterých předpokládáme stabilní tempo růstu. Ovšem v oceňovací praxi je více obvyklá **standardní dvoufázová metoda**. Její princip spočívá v rozdělení budoucího období na dvě fáze. V první fázi je odhadce schopen zpracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhou fází je období od konce první fáze do nekonečna, které se nazývá pokračující hodnota. K výpočtu odhadu pokračující hodnoty můžeme využít Gordonův nebo Parametrický vzorec. U metody DCF se můžeme setkat i s ještě podrobnějším členěním budoucnosti na tři fáze. Budoucí vývoj společnosti je tedy rozdělen na tři části – fázi rychlého růstu, fázi přechodnou a období stability.

Po uskutečnění dílčích výpočtů můžeme přistoupit ke stanovení výsledné hodnoty podniku. Celková hodnota podniku je tvořena provozní hodnotou podniku brutto. Výsledný výpočet je zachycen v následující tabulce. (Mařík, 2011)

Tab. 2. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (Mařík, 2011)

Hodnota podniku brutto („provozní“)
– Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

VÝPOČET VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU METODOU DCF EQUITY

Pomocí metody DCF equity vyčíslíme hodnotu vlastního kapitálu prostřednictvím peněžních toků, které plynou akcionářům. Při výpočtu použijeme diskontní míru na úrovni vlastního kapitálu, neboť tento peněžní tok je propojen s vyšší mírou rizika.

Tab. 3. Výpočet volného peněžního toku metodou DCF equity (Mařík, 2011)

Korigovaný provozní hospodářský výsledek po upravených daních
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období
– Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
– Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= Volný peněžní tok na úrovni podnikatelské jednotky (entity)
– Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít
– Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)

DISKONTNÍ MÍRA PRO METODU DCF

Úkolem diskontní míry je převedení budoucích příjmů z investic na současné, se zohledněním míry rizika, které se váže k daným investicím. S každým budoucím výnosem je spojena rozdílná míra rizika, z tohoto důvodu využíváme různých diskontních měr. Pro výpočet DCF entity a EVA používáme diskontní míru na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Pro DCF equity a dividendový diskontní model využijeme diskontní míru na úrovni nákladů na vlastní kapitál dle modelu CAPM či stavebnicové metody. (Kislingrová, 2001)

Vzorec pro výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu WACC je následující:

$$WACC = n_{ck}(1 - d) \frac{CK}{C} + n_{vk} \frac{VK}{C}$$

Kde: VK = vlastní kapitál,

CK = cizí kapitál,

C	= celkový kapitál (CK + VK),
n_{ck}	= náklady na cizí kapitál,
n_{vk}	= náklady na vlastní kapitál,
d	= sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt.

Při výpočtu vážených průměrných nákladů na kapitál je nutné nejprve určit váhy individuálních složek kapitálu na celkovém upraveném kapitálu, dále stanovit náklady na cizí a vlastní kapitál a na závěr propočítat průměrné vážené náklady kapitálu. (Mařík, 2011)

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metodou kapitalizovaných čistých výnosů nebo též kapitalizovaných zisků se rozumí oceňovací postup, jenž byl vytvořen v německy mluvících zemích. V případě této metody výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je tudíž přímo hodnota vlastního kapitálu, hodnota netto. Tato metoda se opírá o minulé výsledky výkonnosti podniku. Využíváme ji zejména tehdy, nejme-li schopni naplánovat investice dlouhodobě s dostatečnou přesností. Rozlišujeme dvě základní varianty této metody a to podle vnímání čistých výnosů. U první varianty je čistý výnos společnosti určen jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, tedy ve formě peněžních toků. Druhá varianta spočívá v tom, že čistý výnos je odvozen z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů upravených výnosů a nákladů. (Dluhošová, 2010; Mařík, 2011)

Mezi základní zásady pro ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů patří:

- pro ocenění je určující jeho účel,
- podnik je nutno oceňovat jako hospodářskou jednotku,
- hodnota podniku je vždy stanovena k určitému časovému okamžiku,
- oddělené ocenění provozního a neprovozního majetku,
- posudek odhadce musí být transparentní.

Protože německé oceňovací standardy neznají tržní hodnotu firmy, přikládají význam zejména objektivizované hodnotě. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů bývá nejčastěji využívána pro odhad objektivizované hodnoty, která vyplývá z ocenění podniku v aktuální podobě „jak stojí a leží“.

Objektivizované ocenění je postaveno na těchto základních předpokladech:

- rozhodující je stav společnosti k okamžiku ocenění,
- hospodářský výsledek je plně rozdělen,
- je možné uplatnit pouze tzv. „nepravé“ synergie,
- při změně vlastníka v podniku přetrvává stávající management.

Postup výpočtu hodnoty podniku s použitím metody kapitalizovaných čistých výnosů je následující:

- analýza a úprava dosavadních výsledků hospodaření společnosti,
- prognóza budoucích hospodářských výsledků,
- odhad diskontní míry,
- výpočet výnosové hodnoty analytickou nebo paušální metodou.

STANOVENÍ VÝNOSOVÉ HODNOTY ANALYTICKOU METODOU

Tato metoda je německými standardy považována za základní. Jedná se o postup, kdy je výnosové ocenění založeno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Objektivizované ocenění vychází ze souboru odnímatelných čistých výnosů, neboli skutečných budoucích výsledků hospodaření společnosti, které nejsou nadměru ovlivňovány účetní politikou. Tyto výnosy je možné rozdělit bez ohrožení budoucího výnosového potenciálu firmy. Je-li možno předpokládat trvalou existenci podniku a máme-li k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů, můžeme využít dvoufázovou nebo třífázovou metodu, podobně jako tomu bylo u metody DCF.

STANOVENÍ VÝNOSOVÉ HODNOTY PAUŠÁLNÍ METODOU

Tato metoda je využívána u společností, u kterých je náročná prognóza budoucnosti. Jádrem paušální metody je výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, aniž by byla narušena majetková podstata podniku. Trvale odnímatelný čistý výnos zjistíme jako vážený průměr minulých upravených čistých výnosů k rozdělení za posledních 3 – 5 let, přičemž vyšší váha bývá obvykle přisuzována pozdějším obdobím. Při stanovení kalkulované úrokové míry je nutné ji očistit o inflaci. Poté dopočítáme výnosovou hodnotu podniku.

Pro paušální metodu jsou charakteristické následující rysy:

- podstatou ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení,
- základním prvkem ocenění je výnosový potenciál společnosti k datu ocenění,
- budoucí růstové tendence nejsou brány v potaz,
- dosavadní potenciál bude možné udržet investicemi do výše odpisů,
- aktuální výnosový potenciál je odvozován z hladiny výnosů v posledním roce před datem ocenění. (Kislingerová, 2001; Mařík, 2011)

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomickou přidanou hodnotu je možné využít jako ukazatel měření výkonnosti, prostředek k motivaci zaměstnanců, nástroj finanční analýzy, řízení a oceňování podniku. Měří zejména, zda společnost za dané období tvořila, či nikoliv, hodnotu pro své vlastníky. Tento ukazatel se v současnosti stále více prosazuje, neboť překonává nedostatky ostatních tradičních ukazatelů ziskovosti. Jádrem této metody je měření ekonomického zisku. Společnost ekonomického zisku dosahuje v případě, když jsou kryty nejen běžné náklady, ale i náklady na kapitál. (Kislingerová, 2001; Mařík, 2011)

ZÁKLADNÍ VÝPOČET UKAZATELE EVA

Ukazatel EVA představuje čistý výnos z provozní činnosti firmy snížený o náklady kapitálu, jak vlastního, tak cizího. Podnik tvoří hodnotu pro své vlastníky, je-li EVA kladná.

Základní vzorec pro výpočet ukazatele EVA vypadá následovně:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \times WACC_t$$

- Kde: NOPAT = operační výsledek hospodaření po upravené dani,
NOA = čistá operační aktiva potřebná pro hlavní činnost podniku,
WACC = vážené průměrné náklady na kapitál.

V oceňovací praxi se vyskytují varianty modelu EVA entity, equity i APV. Preferován je model EVA entity.

Tab. 4. Výpočet EVA entity (Mařík, 2011)

Tržní hodnota operačních (provozně potřebných) aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
– Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Zásadní roli v tomto oceňovacím přístupu hraje hodnota přidaná trhem (MVA). MVA je současná hodnota budoucích EVA. Zatímco ukazatel EVA je pohled na výkonnost podniku v průběhu uplynulého roku, tak MVA pohlíží na budoucnost firmy a reflektuje očekávání trhu vzhledem k perspektivě společnosti. Oceňovací model založený na koncepci EVA vyplývá z předpokladu, že tržní hodnota podniku je složena z investovaného kapitálu a současné hodnoty budoucích EVA. Budoucí EVA odvodíme z dosažené hladiny EVA a očekávaného zvýšení či snížení současné úrovně EVA.

Výpočet hodnoty podniku s použitím metody EVA vychází z následujícího vzorce:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left[\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right] + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

Kde: H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto),

EVA_t = EVA v roce t ,

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění,

NOA_{t-1} = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku,

$NOPAT_t$ = operační výsledek hospodaření po dani v roce t ,

T = počet let explicitně plánovaných EVA,

$WACC$ = vážené průměrné náklady kapitálu,

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění.

VZTAH MEZI OCENĚNÍM METODOU EVA A METODOU DCF

S použitím obou těchto metod můžeme dojít ke shodnému výsledku, jestliže:

- jsou v případě obou metod použity stejné vážené průměrné náklady kapitálu,

- je použit tentýž zisk, tedy výpočet volných peněžních toků u metody DCF vyplývá z operačního zisku po upravené dani a ne z účetního provozního zisku,
- čistá operační aktiva u metody EVA jsou stejná jako investovaný provozně potřebný kapitál u metody DCF.

Po provedení úprav rozvahy a výkazu zisku a ztráty čerpáme pro obě metody vstupní data z těchto upravených výkazů. (Mařík, 2011; Mařík, Maříková, 2005)

4.1.4 Kombinované (korigované) výnosové metody

Stanovení hodnoty podniku na bázi kombinovaných výnosových metod oceňování spočívá v kombinaci výsledků získaných majetkovým a výnosovým oceněním. V tomto případě je zohledněna jak majetková, tak i výnosová stránka společnosti.

- **metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)** – při použití této metody je hodnota společnosti tvořena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak rovněž budoucími výnosy. Je vypočtena jako aritmetický průměr součtu výnosové a substanční hodnoty, která je založena na reprodukčních cenách, přičemž můžeme odlišit váhy pro rozdílná odvětví.
- **metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů** – princip této metody spočívá ve výpočtu hodnoty podniku, kterou nám dá součet hodnoty substance a hodnoty firmy. Přičemž hodnotu firmy zjistíme jako rozdíl výnosové a substanční hodnoty. Tímto rozdílem získáme hodnotu goodwillu. Můžeme tedy konstatovat, že hodnotu společnosti tvoří hodnota substance a hodnota goodwillu. (Kislingerová, 2001; Mařík, 2011; Mlčoch, 1998)

4.2 Metody založené na analýze majetku

Metody založené na analýze majetku směřují ke zjištění majetkové podstaty podniku, která je označována jako „substance“, neboli „substanční hodnota“. To spočívá v ocenění jednotlivých položek aktiv, závazků a dluhů k určitému časovému okamžiku. Výsledná hodnota majetkového ocenění je dána součtem hodnot individuálních složek aktiv, od kterých je odečtena suma jednotlivě oceněných závazků. (Dluhošová, 2010)

Majetkové ocenění dělíme dle předpokladu dalšího pokračování podniku na:

- ocenění na principu reprodukčních cen (vychází z předpokladu „going concern“),
- ocenění likvidační hodnotou (nepředpokládá dlouhodobou existenci podniku).

4.2.1 Ocenění na principu reprodukčních cen

Ocenění založené na analýze majetku, které vychází z předpokladu pokračování podniku, můžeme rozčlenit v souvislosti s přístupem k samotnému ocenění individuálních položek následujícím způsobem:

- **účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen** – účetní hodnota má v oblasti ocenění pouze doplňkovou hodnotu. Vychází z údajů vykazovaných v účetnictví, tedy z pořizovacích (historických) cen, za které byl majetek skutečně pořízen. Funguje jako zdroj informací pro odhadce, součást určitých násobitelů v případě metody tržního porovnání a také představuje výchozí hodnotu pro posouzení výsledného ocenění.
- **substanční hodnota na principu reprodukčních cen** – při oceňování majetku touto hodnotou vycházíme z reprodukčních cen, tedy cen, za které bychom dokázali znovu vybudovat tuto společnost. Zjišťujeme reprodukční hodnoty individuálních položek aktiv, které snížíme o dané opotřebení. Tím zjistíme substanční hodnotu brutto. Jestliže od hodnoty brutto odečteme dluhy, zjistíme hodnotu netto.
- **substanční hodnota na principu úspory nákladů** – tuto hodnotu využíváme při rozhodování mezi koupí či vybudováním nové společnosti, nebo v případě, že známe předpokládanou výši budoucích výnosů. Důležitou úlohu ve stanovení této hodnoty hraje odhad investičních výdajů na vybudování nového podniku. Při zjišťování této hodnoty pracujeme s peněžními toky, které jsou spojeny s jednotlivými položkami majetku podniku.
- **majetkové ocenění na principu tržních cen** – tento přístup vychází z ocenění každé individuální položky majetku podniku jejími tržními hodnotami. Hodnotu vlastního kapitálu společnosti tvoří rozdíl mezi součtem tržních hodnot majetkových položek a závazků. Tento typ majetkového ocenění je vhodné použít u investičních společnostech, jejichž hlavní činnost spočívá v držbě aktiv a u podniků holdingového typu. (Mařík, 1998)

4.2.2 Ocenění likvidační hodnotou

Likvidační hodnota vystihuje obnos peněz, který je možné obdržet při prodeji jednotlivých částí majetku společnosti. Likvidační hodnota se stanovuje, ukončuje-li podnik svou činnost, majetek společnosti je nějakým způsobem rozdělen, rozprodán či zlikvidován, včetně splacení veškerých závazků podniku. Likvidační hodnotu můžeme aplikovat při ocenění ztrátových společností, jako součást ocenění podniků s omezenou životností, při odhadu dolní hranice ocenění společnosti, nebo také při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku. Také může mít úlohu měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku nebo ji lze využít pro ocenění neprovozního majetku. (Kislingerová, 2001; Mařík, 2011)

4.3 Metody založené na analýze trhu

Principem těchto metod je představa podniku jako běžného statku, se kterým se obchoduje na trhu. Trh s podniky informuje o cenách obdobných nebo příbuzných podniků. Mezi výhody tržních metod řadíme jejich jednoduchost, srozumitelnost a nezávislost na budoucích očekávaných výnosech. Nedostatkem metod založených na tržním přístupu je především nedostačující množství porovnatelných společností a také nedostatečná přístupnost informací zejména o akciových společnostech.

Tržní ocenění členíme na:

- přímé ocenění z dat kapitálového trhu,
- ocenění metodou tržního porovnání.

4.3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Jedná se o případ, kdy chceme ocenit akciovou společnost, jejíž akcie jsou běžně obchodovány na kapitálovém trhu. Máme k dispozici tržní cenu akcií (její průměr za poslední období), kterou vynásobíme celkovým počtem akcií.

4.3.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Tato metoda se používá pro případy, kdy chceme ocenit akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány na kapitálovém trhu nebo jinou, než akciovou společnost. Tržní hodnota takovýchto společností je tedy odvozována od tržní hodnoty podobných podniků. Ocenění touto metodou je možné uplatnit pouze tehdy, je-li rozdíl mezi společnostmi malý.

Problémem této metody je především velmi omezené množství srovnatelných podniků, podle nichž by bylo možné daný podnik ocenit.

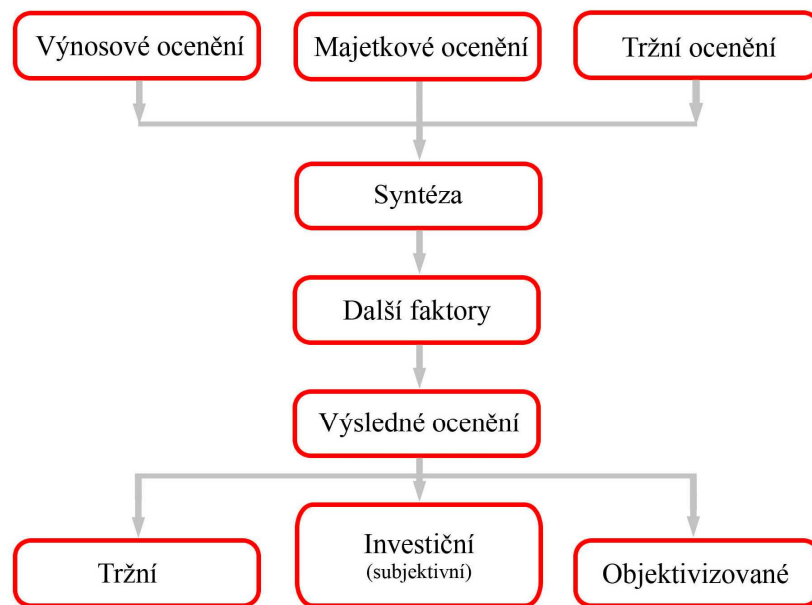
Rozlišujeme tři varianty metody tržního porovnání:

- **metoda srovnatelných podniků** – tato metoda vychází ze srovnání oceňované společnosti s obdobnými podniky, jejichž cena je známa díky běžnému obchodování jejich akcií na kapitálovém trhu a jsou již k určitému období nějakým způsobem oceněny.
- **metoda srovnatelných transakcí** – v tomto případě se jedná o porovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakce a jsme tedy obeznámeni s jejich realizační cenou.
- **metoda odvětvových multiplikátorů** – u tohoto typu metody jsou pro odhadce hlavními zdroji informací průměrné hodnoty násobitelů za branži.

Aby bylo možné plně zužitkovat všechny přednosti, které metody tržního porovnání nabízejí, jsou k tomu zapotřebí spolehlivé informace, čisté a průhledné transakce a rozvinutý kapitálový trh. (Mařík, 2011)

4.4 Souhrnné ocenění samostatného podniku

Volba vhodné metody oceňování podniku, která by měla být ve shodě s cílem ocenění, hraje klíčovou roli pro správné stanovení hodnoty společnosti. Podnik, který má předpoklad perspektivního pokračování do budoucna, oceníme pomocí výnosových metod. Společnost, která tuto perspektivu dlouhodobého pokračování nemá, oceníme majetkovými metodami s použitím likvidační hodnoty. Z důvodu spolehlivějšího určení hodnoty podniku využíváme zpravidla více metod nebo jejich kombinaci. Výchozím bodem je poté přesnější ocenění podniku s využitím více metod a stanovení souhrnného výsledku. Výstupem z ocenění podniku by měla být analýza a syntéza výsledků ocenění a výrok o hodnotě podniku k datu ocenění. Postup souhrnného ocenění podniku je znázorněn na následujícím obrázku.



Obr. 4. Postup souhrnného ocenění podniku (Mařík, 1998)

Při oceňování podniku je zapotřebí použít minimálně dvě oceňovací metody. Pro výběr vhodné metody je směrodatný účel a funkce ocenění, přání zákazníka, podobně jako podmínky trhu. Není možné používat výhradně mechanický průměr z výsledků jednotlivých metod. Průměr můžeme využít pouze tehdy, je-li rozdíl mezi jednotlivými výsledky menší než 5 %. Podle povahy metod, kvality vstupních informací a stavu oceňované společnosti přiřadíme každé metodě určitou funkci v rámci výsledného ocenění. Výsledné ocenění bychom měli realizovat na úrovni konkrétní metody, výsledky ostatních metod by měly být určitým rámem pro hodnotu, kterou jsme zvolili jako primární. Je vhodné také uvést interval ocenění a doplnit analýzu citlivosti pro případ změny hlavních vstupních údajů. Měli bychom také zohlednit kategorii hodnoty, kterou hledáme.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI TEPLÁRNA OTROKOVICE A.S.

Společnost Teplárna Otrokovice a.s. (v textu dále označována jako TOT a.s.) byla založena Fondem národního majetku České republiky 30. 4. 1992. Zabývá se výrobou a rozvodem tepelné energie, výrobou a distribucí elektřiny, obchodem s ní a obchodem s plynem. V regionu Otrokovice – Zlín – Napajedla nabízí energetické řešení dané kombinovanou výrobou elektřiny a tepla, které znamená jistotu a pohodlí za příznivou cenu s důrazem na minimální vliv na životní prostředí. Je největším dodavatelem tepla v Otrokovicích a významným dodavatelem tepla v části Napajedel a Zlína. Počet jejích odběratelů se stále zvyšuje. K 15. lednu 2013 došlo ke změně jediného vlastníka. Novým jediným akcionářem se stala společnost Marritima Energy a.s. Tato skutečnost byla zapsána do obchodního rejstříku dne 19. února 2013. (Justice, 2013)

Celkový pohled na TOT a.s. je znázorněn na obr. 5.



Obr. 5. Společnost Teplárna Otrokovice a.s. (vlastní)

5.1 Předmět podnikání

Dlouhodobým strategickým cílem TOT a.s. je zcela uspokojovat potřeby stávajících i potenciálních zákazníků. Jejím cílem je dodávat tepelnou i elektrickou energii za přijatelné ceny a poskytovat komplexní služby spojené s dodávkou tepla ve špičkové kvalitě. Te-

pevná energie je dodávána ze 77 % pro potřeby místního průmyslu, z 16 % pro potřeby obyvatelstva a zbylá část slouží pro potřeby terciální sféry a objektů nebytové povahy.

Podstatná část dodávek tepla prostřednictvím *páry* je uplatněna v průmyslovém sektoru na území měst Otrokovice a Napajedla pro gumárenský, chemický, zpracovatelský průmysl a strojírenství, přičemž největšími odběrateli jsou Barum Continental spol. s r.o., TOMA, a.s., Fatra, a.s., Pipelife Czech s.r.o. a společnosti sídlící v areálu bývalé firmy MORAVAN Otrokovice. Dodávka tepla prostřednictvím *horké vody* je dnes umožněna pro byty, služby a občanskou vybavenost města Otrokovice, městskou část Zlín – Malenovice a sídliště Nábřeží v Napajedlích. Největšími odběrateli *tepelné energie* jsou distribuční společnosti TEHOS s.r.o., Teplo Zlín, a.s. a NBTH, s.r.o.

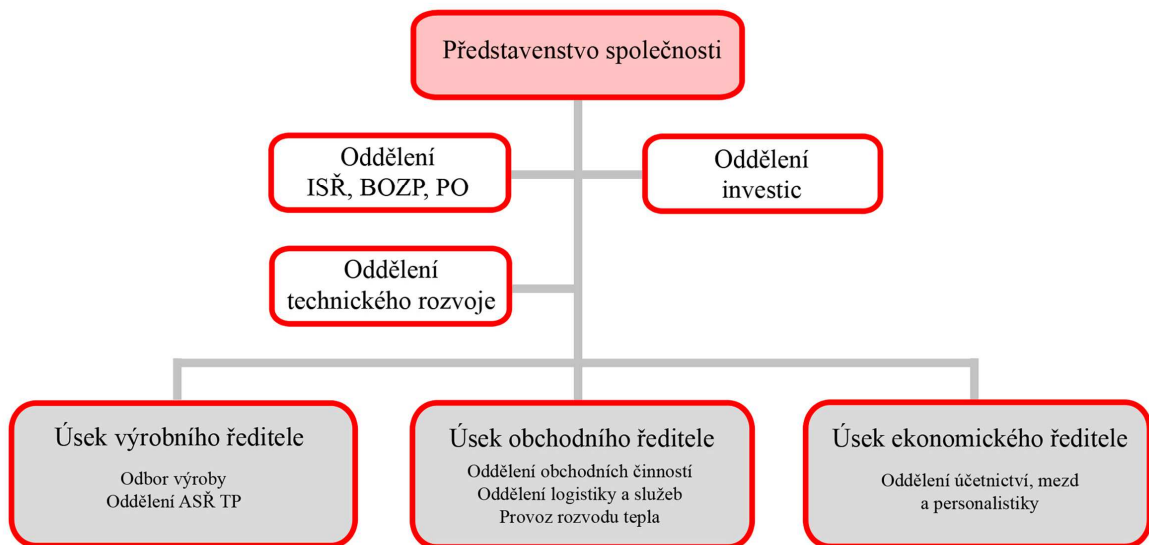
Druhým významným produktem TOT a.s. je *elektrická energie*, která je vyráběna zejména v režimu kombinované výroby elektrické energie a tepla, ale částečně i v kondenzačním režimu. Část vyrobené elektrické energie je dodávána největšímu a nejmodernějšímu výrobcí pneumatik v Evropě, společnosti Barum Continental spol. s r.o., část je dodávána do distribuční sítě.

5.2 Cíle společnosti

TOT a.s. jako moderní a stabilní ekologický zdroj tepelné a elektrické energie si do budoucna vytyčila cíl rozšíření dodávek tepla a tepelné energie při maximálním uspokojování potřeb zákazníků. Její snahou je udržet a posílit své postavení na trhu a potvrdit svou pozici jedné z nejvýznamnějších společností v regionu Otrokovice – Zlín – Napajedla.

5.3 Organizační struktura společnosti

Organizační struktura TOT a.s. určuje podřízenost a nadřízenost v rámci vedení společnosti. Základní odpovědnosti a pravomoci vyplývají z grafického znázornění organizační struktury na obr. 6. Statutárním zástupcem TOT a.s. je představenstvo společnosti. Představenstvu společnosti podléhají odborní ředitelé – výrobní ředitel, obchodní ředitel a ekonomický ředitel, dále oddělení ISŘ, BOZP, PO, oddělení technického rozvoje a oddělení investic.



Obr. 6. Organizační schéma TOT a.s. (Interní materiály společnosti)

5.3.1 Charakteristika jednotlivých oddělení

Oddělení ISŘ metodicky řídí a kontroluje stav systémů řízení realizovaných dle standardů ISO, spolupracuje na tvorbě a doporučuje ke schválení politiku a cíle kvality. Zpracovává, koordinuje, doporučuje ke schválení a provádí údržbu dokumentace QMS a EMS. Dále zpracovává a doporučuje ke schválení metrologický řád, schvaluje schémata návaznosti jednotlivých měřících veličin používaných ve společnosti. Další hlavní činností oddělení je koordinace odborných útvarů v oblasti péče o životní prostředí, přičemž vyhodnocuje vliv výrobního procesu a používané technologie na životní prostředí.

Oddělení investic spolupracuje při tvorbě záměrů rozvoje výrobní základny, koordinuje a provádí plánování investičních prací a dodávek. Kontroluje a hodnotí postup a kvalitu prací konkrétní investiční akce.

Technický rozvoj vykonává činnosti technického rozvoje společnosti. Zajišťuje, zpracovává a doporučuje ke schválení technologické projekty výrobních procesů.

Úsek výrobního ředitele zabezpečuje procesy výroby tepla a elektrické energie, včetně směnového provozu, zajišťuje údržbu výrobních zařízení a rozvod pitné a užitkové vody. K zajištění daných procesů je využíván řídicí systém Honeywell, jehož provoz realizuje **oddělení ASŘ TP**. Určení provozních nákladů a bilance výrobních procesů, včetně vyhodnocení harmonogramů výroby elektrické energie a tepla podle krátkodobých požadavků

zákazníků, vykonává **oddělení provozní ekonomie**. Vlastní výroba elektřiny a tepla je prováděna jednotlivými odděleními **odboru výroby**:

- **směnoví inženýři** jsou vedoucími pracovníky na jednotlivých směnách, koordinují veškeré činnosti prováděné na řídicím velínu,
- **provoz zauhlování** zajišťuje provoz železniční vlečky, vykládku paliv a jejich dopravu do zásobníků kotlů,
- **provoz CHÚV** zabezpečuje úpravu vody, chemickou analýzu paliv, provozních hmot a vypouštění vod,
- **provoz kotelna** provozuje jednotlivé kotle, přípravu paliva v mlecích okruzích, řídí přívod množství vzduchu do kotlů s ohledem na tvorbu emisí, vyrábí páru a zabezpečuje chemický režim provozu kotlů,
- **provoz strojovna** zajišťuje provoz dvou turbogenerátorů, parní sběrný, redukční a chladicí stanice a rozdělovačů páry,
- **elektroprovoz** realizuje činnosti měření a regulace, provoz elektrorozvoden, elektroúdržbu a ochranu provozu,
- **provoz odsíření** má na starosti činnosti odpopílkování, odstruskování, odsíření, včetně řídicího systému odsíření,
- **provoz Malenovice** vyrábí tepelnou energii v odloučeném pracovišti v areálu Tajmac.

Úsek obchodního ředitele zabezpečuje obchodní činnosti, kterými jsou tvorba smlouvy, nakupování vybraných komodit, prodej energií, výběr dodavatelů a jejich hodnocení. **Oddělení obchodních činností** zpracovává plán prodeje tepla a elektrické energie, doporučuje ke schválení smlouvy a provádí výběr a hodnocení dodavatelů vybraných komodit. **Provoz rozvodu tepla** zajišťuje rozvod teplonosných médií na místa předání tepla zákazníkovi, obsluhu technických zařízení rozvodu tepla a problematiku teploměrné služby.

Úsek ekonomického ředitele zabezpečuje administrativní činnosti sekretariátu a členů statutárního orgánu a koordinuje tvorbu finančních plánů TOT a.s. (Interní materiály společnosti)

5.4 Zařazení podle klasifikace CZ NACE

Klasifikace ekonomických činností (CZ NACE) nahradila od 1. 1. 2008 Odvětvovou klasifikaci ekonomických činností (OKEČ).

Tab. 5. Zařazení TOT a.s. podle klasifikace CZ NACE (vlastní dle ČSÚ, 2013)

35		Výroba a rozvod elektřiny, plynu a tepla
	35.11	Výroba elektřiny
	35.14	Obchod s elektřinou
	35.23	Obchod s plynem prostřednictvím sítí
	35.30.1	Výroba tepla
	35.30.2	Rozvod tepla

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Na počátku procesu ocenění podniku je nezbytné stanovení účelu ocenění a podle zvoleného účelu poté vybrat vhodné metody oceňování. Důvodem ocenění společnosti TOT a.s. je zjištění informace o hodnotě společnosti pro její vedení. Protože je oceňovaná společnost dlouhodobě zisková a lze očekávat její perspektivní vývoj, využijí výnosových metod oceňování podniku.

Na stanovení cíle ocenění podniku navazuje strategická analýza. Na správné stanovení tržní hodnoty podniku má velký vliv dostatek relevantních vstupních informací o makroprostředí, mikroprostředí a o oceňovaném podniku samotném. Základní data o makroprostředí vymezím s použitím PEST analýzy, která charakterizuje podstatné politické, ekonomické, sociální a technologické faktory působící na oceňovaný podnik.

Hlavní funkcí strategické analýzy je stanovení celkového výnosového potenciálu oceňované společnosti. Vnější výnosový potenciál společnosti TOT a.s. vyjadřují šance a rizika podnikatelského prostředí a relevantního trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Vnitřní výnosový potenciál je dán především silnými a slabými stránkami firmy a její konkurenceschopností. Silné a slabé stránky podniku a také příležitosti a hrozby shrnu pomocí SWOT analýzy. Závěrečnou částí strategické analýzy je prognóza tržeb oceňované společnosti a zhodnocení perspektivnosti daného podniku.

6.1 Analýza makroprostředí – PEST analýza

Prostřednictvím PEST analýzy můžeme zjistit, jaké vnější vlivy působí na oceňovanou společnost a jak se jim společnost přizpůsobuje.

POLITICKÉ A PRÁVNÍ FAKTORY

Jak společnost TOT a.s., tak i ostatní podniky podnikající na území České republiky podléhají zákonům, vyhláškám, nařízením vlády a jiným právním předpisům dané země, kterými se musí řídit a respektovat je. Mezi obecně platné právní normy, které regulují a také pozitivně i negativně ovlivňují podnikání v ČR, patří především Obchodní zákoník, Zákon o daních z příjmů, Zákon o dani z přidané hodnoty, Zákon o účetnictví, Zákon o dani silniční, Zákon o dani z nemovitosti či České účetní standardy.

Česká republika se vyznačuje častými legislativními změnami, které vedou k nepřehlednostem, chybám a nedorozuměním, k vyšším nákladům, které se váží na výpočet a odvod daní, což není příliš prospěšné pro český podnikatelský sektor. Můžeme sledovat především neustálé změny daňových sazeb, které bezesporu danou společnost ovlivní. Například sazba DPH se v Česku změnila již posedmé v historii. K 1. 1. 2013 došlo ke zvýšení základní a snížené sazby DPH o 1 %, čili na 21 % a 15 %. Zvýšením DPH se zvýší i ceny a náklady českých spotřebitelů, což by mohlo vést ke snížené spotřebě. Pozitivně působí na společnosti TOT a.s. legislativní změny v oblasti sazby daně z příjmu právnických osob, která je od roku 2003 neustále snižována, z 31 % klesla až na 19 %. Společnosti tak vzniká více prostoru na investiční činnost. Vláda sice snižuje daň z příjmu právnických osob, ale schodek veřejného rozpočtu se snaží kompenzovat tím, že zvyšuje sazby nepřímých daní, zejména DPH. Ostatní reformy se ve většině případů netýkají oblasti podnikání oceňované společnosti.

Společnost TOT a.s. musí respektovat také zákon na ochranu životního prostředí a další právní předpisy. Snaží se být ve všech oblastech podnikání šetrná k životnímu prostředí a usiluje o minimalizaci environmentálních dopadů TOT a.s. zahrnující efektivní využívání obnovitelných zdrojů energie. Ze strany společnosti dále dochází ke snižování produkce odpadů a zkvalitnění komunikace s občany a zákazníky. Společnost TOT a.s. je již zapojena do ekologického projektu Zelená firma. Cílem projektu je ochrana životního prostředí zabezpečením zpětného odběru a efektivní recyklace odpadů elektrických a elektronických zařízení. Tento projekt řeší sběr a svoz elektroodpadu a baterií přímo ve firmách.

EKONOMICKÉ FAKTORY

Za primární ekonomické faktory, které ovlivňují okolí každého podniku, můžeme považovat makroekonomické ukazatele, jako jsou například vývoj HDP, nezaměstnanost, inflace, obchodní bilance, vývoj nominálních a reálných mezd, úrokové míry, množství peněz v oběhu, vývoj kurzu měny, úroveň a struktura investic a další faktory.

V nadcházející tabulce shrnuji hlavní makroekonomický ukazatel – hrubý domácí produkt, který vypovídá o stavu ekonomického prostředí ČR ve sledovaných letech, ze kterých vycházím ve svém projektu.

Tab. 6. Vývoj HDP v ČR ve stálých cenách (vlastní dle ČSÚ, 2013)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HDP v %	6,8	7,0	5,7	3,1	- 4,5	2,5	1,9

Hrubý domácí produkt (HDP) České republiky se v letech 2005 a 2006 pohyboval okolo 7 %. Nejvíce vývoj HDP ovlivnila světová hospodářská krize, která zemi zasáhla především v letech 2008 a 2009. Počátkem roku 2008 se objevily první známky této hospodářské krize, tím se růst HDP snížil na 3,1 %. V roce 2009 v krizovém období se HDP propadl do záporných čísel. V roce 2010 a 2011 již došlo k oživení ekonomiky a HDP opět dosáhl kladných hodnot. V roce 2012 HDP meziročně poklesl o 1,2 %. I když v roce 2011 a 2012 opět dochází ke zpomalení tempa růstu HDP, pozitivní je, že se pohybuje v kladných hodnotách.

Průměrná mzda v ČR ke 4. čtvrtletí roku 2012 byla 27 170 Kč. Nominální meziroční růst byl zaznamenán ve výši 3,7 %, reálný růst ve výši 0,9 %. Průměrná hrubá měsíční mzda zaměstnanců v národním hospodářství podle klasifikace ekonomických činností CZ NACE v sekci D – Výroba a rozvod elektřiny, plynu a tepla se v roce 2011 pohybovala okolo 40 195 Kč.

Obecná míra nezaměstnanosti v ČR vzrostla oproti roku 2011 v roce 2012 o 0,74 %. Průměrná míra registrované nezaměstnanosti v roce 2012 tedy byla 9,36 %.

Průměrná meziroční míra inflace v ČR v roce 2012 byla v procentuálním vyjádření ve výši 3,3 %. Došlo zde k nárůstu proti roku 2011 o 2,3 %. (Český statistický úřad, 2013)

SOCIÁLNÍ FAKTORY

Z hlediska sociálních faktorů je často posuzována hustota osídlení dané oblasti, životní úroveň obyvatel, vzdělanost lidí či spotřební zvyky kupujících. Ve sféře sociálních faktorů je příhodné podotknout také demografický vývoj populace. Silná populační vlna v ČR podle počtu živě narozených dětí vrcholila v roce 2008. Přestože se v roce 2011 jejich počet meziročně citelně snížil, ve srovnání s předchozí dekadou byl stále nadprůměrný. V ČR se rok od roku zvyšuje průměrný věk dožití, s tím také souvisí pozdější věk odchodu do důchodu. Od roku 2006 žije v ČR více osob ve věku nad 65 let než dětí do 14 let. Slábne tak vliv produktivní složky populace (index ekonomického zatížení od roku 2007 narůstá). Starší lidé mají problém s nalezením práce, jestliže o ni přijdou v pozdějším věku. U mla-

dých lidí je zase problémem nedostatečná praxe a v mnoha případech mizivé pracovní zkušenosti na brigádách či školních praxích.

Můžeme dojít k závěru, že demografický vývoj v ČR prokazatelně neovlivňuje poptávku po produkci oceňované společnosti.

Dalším podstatným faktorem je spokojenost zaměstnanců ve společnosti. Od toho se odvíjí jejich loajalita k podniku a také kvalita a množství odvedené práce. Součástí jakékoliv podnikové strategie by měla být hodnotná personální politika, péče o zaměstnance, jejich školení a neustálé vzdělávání, odpovídající mzdy a benefity.

V současné době má společnost TOT a.s. 176 zaměstnanců. V regionu, ve kterém společnost působí, nemá žádný problém nalézt dostatek kvalifikovaných a schopných zaměstnanců.

TECHNOLOGICKÉ FAKTORY

Jelikož se oceňovaná společnost zabývá zejména výrobou a rozvodem tepelné energie, výrobou a distribucí elektřiny a obchodem s ní, nemá nouzi o zákazníky. TOT a.s. patří mezi společnosti, které provozují zařízení, jenž umožňuje vyrábět tepelnou a elektrickou energii současně. Provoz tak dlouhodobě snižuje emisní zatížení v Otrokovicích. Tato oblast podnikání není ovlivněna hospodářských cyklem, ani módními trendy. Teplo a elektřinu budou jak okolní podniky, tak obyvatelstvo potřebovat vždy. Společnost se snaží za nízkou cenu poskytovat kvalitní produkci, čímž se snaží pozitivně rozvíjet svoji konkurenceschopnost a následně zvyšovat podíl na trhu.

S použitím internetu a kvalitně zpracovaných webových stránek se společnost TOT a.s. představuje a prezentuje potenciálním zákazníkům. Internet je v dnešní době součástí každodenního života, společnost jej využívá jak k interní komunikaci mezi zaměstnanci, tak ke komunikaci zejména prostřednictvím e-mailu se svými odběrateli a zákazníky. Na internetu může také společnost nalézt cenné informace o potenciální konkurenci, o předpokládaném vývoji v daném odvětví a další informace, které mohou být pro podnik užitečné.

6.2 Analýza mikroprostředí

Analýza vnitřního prostředí společnosti TOT a.s. zahrnuje analýzu zákazníků, dodavatelů, odběratelů, zaměstnanců a také analýzu konkurenční síly podniku.

ZÁKAZNÍCI

Největší část tepelné energie je dodávána pro potřeby místního průmyslu, menší část pro místní obyvatele. Největšími odběrateli jsou společnosti Barum Continental spol. s r.o., TOMA, a.s., Fatra, a.s., Pipelife Czech s.r.o. a společnosti sídlící v areálu bývalé firmy MORAVAN Otrokovice. Společnost TOT a.s. si zakládá na mnohaleté tradici a dlouhodobých vztazích se svými stálými zákazníky. Cílem TOT a.s. je dodávat tepelnou i elektrickou energii za příznivé ceny a poskytovat komplexní služby spojené s dodávkou tepla ve špičkové kvalitě. Snaží se tak uspokojit potřeby stávajících i potenciálních zákazníků. Vyjednávací síla odběratelů není příliš vysoká, neboť by pro ně bylo obtížné nalézt jiný zdroj tepelné energie v okolí jejich podniků.

DODAVATELÉ

TOT a.s. má své prověřené dodavatele, od kterých odebírá potřebné vstupy pro svůj provoz již mnoho let. Tato dlouhodobá spolupráce teplárně zaručuje, že dodávané vstupy odpovídají požadované kvalitě a může se na své dodavatele spolehnout. TOT a.s. ví, že budou dodrženy sjednané smluvní podmínky, dodací lhůty a doby splatnosti. Tato perspektivní spolupráce také umožňuje, aby z těchto vztahů TOT a.s. čerpala značné výhody ve formě množstevních slev či skont.

KONKURENCE

V odvětví výroby elektřiny a tepla neexistuje ve zlínském regionu příliš velká konkurence. V Otrokovicích je TOT a.s. největším dodavatelem tepla a ve Zlíně – Malenovicích a v Napajedlích je dodavatelem velmi významným. V tomto regionu se nevyskytuje firma, která by mohla teplárnu v dodávkách tepla nahradit. Konkurence společnosti je tedy prakticky nulová. Přesto se snaží společnost respektovat potřeby a přání svých zákazníků, dodávat kvalitní produkci, s ní spojené komplexní služby a zaměstnávat kvalitní a odpovědné pracovníky.

VSTUP NOVÝCH KONKURENTŮ

Vstup do tohoto odvětví je značně omezen díky finanční a technologické náročnosti provozu teplárny a také obtížnému vybudování odběratelko-dodavatelských kanálů. Stěžejní překážkou vstupu do odvětví je tedy kapitálová náročnost.

Tab. 7. Profil konkurenční síly společnosti TOT a.s. (vlastní dle Maříka, 2011)

	Kritérium	Hodnocení						
		konkurence má převahu			průměr	podnik má převahu		
		0	1	2	3	4	5	6
Přímé faktory	Kvalita výrobků							x
	Technická úroveň výrobků							x
	Cenová úroveň				x			
	Intenzita reklamy				x			
	Výhody místa							x
	Výhody distribuce							x
	Image firmy							x
Nepřímé faktory	Servis a služby						x	
	Kvalita managementu				x			
	Výkonný personál					x		
	Výzkum a vývoj		x					
	Majetek a investice						x	
	Finanční situace					x		
	Četnost bodů	0	1	0	3	2	2	5
Body * četnost		0	1	0	9	8	10	30

Maximální počet bodů = $13 * 6 = 78$

Získaný počet bodů = $1 + 9 + 8 + 10 + 30 = 58$

Hodnocení = $58 / 78 = 0,74 * 100 = 74 \%$

Z tabulky je patrné, že konkurenční síla společnosti TOT a.s. je nad průměrem konkurentů. Tomu odpovídá i růst tržního podílu podniku v uplynulých letech. Společnost také disponuje předpokladem zvyšování tržního podílu do budoucna.

ZAMĚSTNANCI

Společnost TOT a.s. průměrně zaměstnává 176 zaměstnanců. Z toho průměrný přepočtený počet členů vedení činí 8, počet členů dozorčí rady, kteří jsou zaměstnanci, činí 2 a průměrný přepočtený počet ostatních zaměstnanců je 166. V kategorii THP je zařazeno 48

zaměstnanců a v dělnické kategorii 128 zaměstnanců. Společnost pokládá za důležité, aby její zaměstnanci byli odpovědní.

6.3 SWOT analýza společnosti TOT a.s.

SWOT analýza zahrnuje zhodnocení silných a slabých stránek oceňované společnosti a také shrnutí nejdůležitějších příležitostí a hrozeb.

SILNÉ STRÁNKY (STRENGTHS):

- jedná se o společnost statického výrobního typu,
- kvalita vyráběné produkce a poskytovaných služeb,
- dlouholetá praxe v oboru,
- dvacetiletá tradice společnosti v regionu,
- společnost ze zákona podléhá auditu,
- software netvoří klíčový faktor výroby podniku,
- společnost neustále zvyšuje svoji hodnotu, investuje,
- společnost má stálé postavení na trhu,
- mnohaletá spolupráce se stálými zákazníky,
- certifikace ISO – systém řízení jakosti, systém environmentálního managementu a systém řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci,
- podnik má zajištěnou příjmovou stránku vlivem podnikání v regulovaném odvětví energetiky,
- z hlediska zaměstnanců se jedná o stabilní společnost s potřebou kvalifikovaných pracovníků.

SLABÉ STRÁNKY (WEAKNESSES):

- obrat podniku je závislý na klimatických podmínkách,
- odbytové podmínky jsou závislé na výrobních možnostech odběratelských subjektů,

- lze vysledovat, že se společnost stala ovládanou osobou se změnou ve finančním chování v různých částech výkaznictví, kde je jednoznačný cíl ovládající osoby zachovat ovládaný podnik funkční,
- nelze vysledovat, k jakému účelu povede snižování provozních nákladů, které může ohrozit v případě, že nesouvisí se zavedením moderních technologií, základní obchodní činnost společnosti,
- webové stránky společnosti nejsou pravidelně aktualizovány.

PŘÍLEŽITOSTI (OPPORTUNITIES):

- rozšíření podnikatelské činnosti,
- získání nových zákazníků,
- rozvoj průmyslového sektoru, do kterého společnost dodává svou produkci,
- podnik má výrobní průmyslový charakter se středně opotřebeným zařízením a stroji, chystá se k obnově investičního typu.

HROZBY (THREATS):

- ztráta potenciálních odběratelů,
- platební neschopnost odběratelů,
- zvýšení cen vstupů,
- zásah legislativy ve formě zpřísnění norem týkajících se výroby, zejména v oblasti ekologie.

6.4 Charakteristika relevantního trhu

K ocenění společnosti je nutné vymezit trh, na kterém TOT a.s. podniká. Shrnu základní údaje o daném trhu, provedu analýzu atraktivity tohoto trhu a zhodnotím vývoj relevantního trhu. Poté odhadnu budoucí tempo růstu tržeb oceňovaného podniku.

Pro společnost TOT a.s. je relevantním trhem trh z hlediska členění podle klasifikace ekonomických činností CZ NACE 35 – Výroba a rozvod elektřiny, plynu a tepla, s výjimkou klimatizovaného vzduchu. Trh se nachází v regionu Otrokovice – Zlín – Napajedla. Veli-

kost tohoto trhu můžeme vymezit pomocí tržeb za vlastní výrobky a služby v dané skupině CZ NACE 35.

6.4.1 Analýza atraktivity trhu

Trh s výrobou tepla a elektřiny se vyznačuje stabilním počtem výrobců. S využitím této analýzy můžeme lépe poznat šance a případná rizika spojená s daným trhem. To nám pomůže k vytvoření podkladů pro správné stanovení rizikové přírážky pro výpočet diskontní míry oceňované společnosti. Předmětem analýzy atraktivity trhu jsou hodnotící kritéria, jimž jsou jednotlivě přiděleny váhy, a následná atraktivita trhu se vyhodnotí podle počtu dosažených bodů.

Tab. 8. Analýza atraktivity relevantního trhu (vlastní dle Maříka, 2011)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x body
		negativní		průměr		pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2					x			8
Intenzita konkurence	3	x							0
Průměrná rentabilita	2					x			8
Bariéry vstupu	1							x	6
Možnosti substituce	1				x				3
Citlivost na konjunkturu	1				x				3
Struktura zákazníků	2		x						2
Celkem	15								39

Maximální počet bodů: $15 * 6 = 90$

Dosažené hodnocení: $39 / 90 = 0,43 * 100 = 43 \%$

Z předešlé tabulky je zřejmé, že hodnotíme následující kritéria atraktivity trhu:

- **růst trhu** – na základě dlouhodobých tendencí lze předpokládat konstantní vývoj relevantního trhu s teplem a elektřinou. Trh lze považovat za nasycený.

- **velikost trhu** – společnost TOT a.s. dodává svou produkci v rámci regionu Otrokovi-vice – Zlín – Napajedla, ve kterém sídlí. Z tohoto pohledu se dá velikost trhu vymezit jako průměrná.
- **intenzita přímé konkurence** – oceňovaná společnost zaujímá v regionu Otrokovi-vice – Zlín – Napajedla pozici jedné z nejvýznamnějších firem. V jejím blízkém okolí se nevyskytuje žádná významná společnost s obdobným podnikatelským zaměřením. Proto intenzitu přímé konkurence u oceňované společnosti lze považovat za prakticky nulovou.
- **průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu** – průměrnou rentabilitu hodnotím podle hodnot rentability odvětví jako průměrnou. Možnost substituce je mizivá. Co se týče bariér vstupu do odvětví, pro kapitálovou a technologickou náročnost výroby hodnotím bariéry vstupu jako nadprůměrné. Proniknutí do odvětví ztěžuje zejména jak finanční, tak technická náročnost výrobních zařízení, ale také obtížné vybudování dodavatelsko-odběratelských kanálů.
- **citlivost trhu na konjunkturu** – citlivost na konjunkturu hodnotím jako průměrnou. U trhu s teplem a elektřinou ovlivňují poptávku změny hospodářského cyklu. Přestože se jedná o nezbytné produkty jak pro okolní průmyslové podniky, tak pro obyvatelstvo, tržby teplárny jsou závislé na výrobních možnostech jejich odběratelů. Jestliže okolní podniky budou nuceny snížit výrobu, teplárně poklesne odbyt tepla a elektřiny.
- **struktura a charakter zákazníků** – struktura zákazníků je široká, jejich okruh se neustále rozšiřuje. Avšak největšími zákazníky teplárny jsou společnosti Barum Continental spol. s r.o., TOMA, a.s. a Fatra, a.s., jejichž případné ukončení spolupráce by mělo pro TOT a.s. fatální následky. Dopad na hospodaření podniku by byl obrovský, neboť tyto společnosti dohromady vytváří 73 % tržeb za teplo. Samotná společnost Barum Continental spol. s r.o. tvoří 56 % tržeb za teplo a 65 % tržeb za elektřinu. Ztráta takového zákazníky by byla pro teplárnu likvidační.

Podle zjištěných výsledků je atraktivita relevantního trhu zhodnocena jako mírně podprůměrná. Situace na trhu je charakteristická nízkou konkurencí a vysokými bariérami vstupu do odvětví.

6.4.2 Vývoj relevantního trhu

Jelikož TOT a.s. působí pouze v regionu Otrokovice – Zlín – Napajedla, je nutné přepočítat celorepublikově vymezený relevantní trh na trh regionální. Výsledný dosavadní vývoj regionálního relevantního trhu je následující.

Tab. 9. Vývoj regionálního relevantního trhu (vlastní dle MPO, 2013)

Rok	Relevantní trh za ČR celkem (v mil. Kč)	Tempo růstu trhu (v %)	Podíl obyvatel regionu na ČR celkem (v %)	Relevantní trh regionální (v mil. Kč)	Tempo růstu trhu (v %)
2008	242 077	x	5,65	13 677	x
2009	243 176	0,45	5,63	13 691	0,10
2010	216 948	-10,79	5,60	12 149	-11,26
2011	209 701	-3,34	5,61	11 764	-3,17
2012	195 381	-6,83	5,61	10 961	-6,83

Vývoj tržeb daného odvětví by měl být východiskem pro určení tržeb TOT a.s. Tržby odvětví od roku 2009 ovšem každoročně klesaly. Ke zjištění prognózy relevantního trhu byla využita regresní analýza. Je třeba posoudit souvislost tržeb relevantního trhu v následujících letech s vývojem základního makroekonomického ukazatele ČR – HDP v běžných cenách. Ten neprošel provedenými statistickými testy a nebylo tedy možné HDP použít jako vysvětlující proměnou. Pro predikci se jako nejvhodnější projevil model jednoduché regrese s regresorem času. Predikce tržeb relevantního trhu byla provedena na základě rovnice regresní analýzy pro lineární funkci, která byla získána pomocí softwarového programu MS Office Excel. Při stanovení prognózy tržeb TOT a.s. byly brány v úvahu dosavadní výsledky společnosti za předchozí roky a doposud přijaté objednávky pro rok 2013. Jelikož ovšem tržby teplárny každoročně rostou, s výjimkou roku 2011, kde byl pokles tržeb způsoben provedenou generální opravou kotle K4, není možné využít vývoj tržeb daného odvětví jako východisko pro určení tržeb společnosti TOT a.s.

Tab. 10. Vývoj relevantního trhu a tržního podílu společnosti TOT a.s. (vlastní)

Rok	Relevantní trh (v mil. Kč)	Tempo růstu trhu (v %)	Tržby TOT a.s. (v mil. Kč)	Tempo růstu tržeb TOT a.s.	Tržní podíl TOT a.s.
2008	13 677	x	937	x	6,85
2009	13 691	0,10	1 204	28,50	8,79
2010	12 149	-11,26	1 216	1,00	10,01
2011	11 764	-3,17	1 114	-8,39	9,47
2012	10 961	-6,83	1 318	18,31	12,02

V tabulce je shrnut minulý vývoj výše tržeb relevantního trhu. Trend vývoje tržeb je klesající, tržní podíl společnosti TOT a.s. na odvětví CZ NACE 35 ovšem v čase roste. Do následujících let 2013 – 2016 je na základě výsledků regresní analýzy možné předpokládat meziroční pokles tržeb relevantního trhu.

6.5 Prognóza tržeb oceňované společnosti

Tepelná a elektrická energie, vyrobená společností TOT a.s., mají největší uplatnění v průmyslovém sektoru na území měst Otrokovice a Napajedla pro gumárenský, chemický, zpracovatelský průmysl a strojírenství. Jak již bylo uvedeno výše v tab. 10., tržby společnosti TOT a.s. měly rostoucí charakter. Výjimku tvoří pouze rok 2011, kdy došlo ke snížení tržeb o 8,37 % z důvodu provedení generální opravy jednoho z kotlů teplárny.

Jelikož jsou již provedeny generální opravy všech čtyř kotlů teplárny a nepředpokládá se větší odstávka provozu, vedení společnosti předkládá na základě nasmlouvaných dodávek tepla a energie každoroční nárůst tržeb. V následující tabulce je uveden plán tržeb na roky 2013 až 2016, můžeme vidět jejich rostoucí tendenci. Pro TOT a.s. není odhad budoucích tržeb obtížný, protože ví, jaké množství dodávek tepla a elektrické energie bude svým hlavním odběratelům dodávat, jelikož se jejich výroba bez teplárny jen stěží obejde.

Tab. 11. Prognóza tržeb společnosti TOT a.s. na roky 2013 až 2016 v tis. Kč (vlastní)

Rok	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	1 366 128	1 415 992	1 467 676	1 521 246

Na základě provedených analýz relevantního trhu, vnitřního potenciálu společnosti, konkurenční síly a z analýzy vývoje tržeb oceňovaného podniku je možné odhadnout průměrný meziroční nárůst tržeb v letech 2013 až 2016 ve výši 3,65 %.

Je nutné také zhodnotit perspektivnost společnosti, která je dána analýzou atraktivnosti relevantního trhu a analýzou konkurenční síly TOT a.s. Atraktivita relevantního trhu je hodnocena ve výši 43 %, což představuje mírně podprůměrnou atraktivitu analyzovaného trhu. Pomocí analýzy konkurenční síly teplárny jsem zjistila, že konkurenční síla je ve výši 74 %, tedy nad průměrem konkurentů a TOT a.s. disponuje předpokladem zvyšování svého tržního podílu.

6.6 Zhodnocení strategické analýzy společnosti TOT a.s.

Po provedení podrobného průzkumu všech vnějších a vnitřních faktorů, které ovlivňují společnost TOT a.s. můžeme shledat vývoj budoucí činnosti podniku jako pozitivní. Podle výsledků provedené prognózy se relativní tržní podíl oceňované společnosti na daném odvětví CZ NACE 35 udrží na stabilní úrovni, případně bude mírně růst.

Co se týče podnikatelského prostředí, to by nemělo být v brzké době nijak významně negativně ovlivněno novými zásahy ze strany státu. Společnost TOT a.s. vykazuje rostoucí tendenci tržeb, s výjimkou roku 2011, kdy tržby za prodej vlastních výrobků a služeb mírně poklesly. Společnost již řadu let prokazuje, že požadavky svých zákazníků dokáže plnit na vysoké úrovni. Z hlediska sociálních faktorů se firma nepotýká s žádnými problémy.

Z hlediska konkurence, dodavatelů a odběratelů společnost využívá své dvacetileté tradice v regionu a také dlouholeté praxe v oboru. Společnost spolupracuje se svými stálými zákazníky mnoho let a je si vědoma svého stálého postavení na trhu. Podnikatelské zaměření, na které se teplárna specializuje, se z důvodu vysoké kapitálové a technologické náročnosti jeví jako obtížně dostupné novým výrobcům. Je zde také mizivá možnost substituce výrobků dodávaných společnostmi TOT a.s. Pohled na silná a slabá místa podniku poskytuje podrobná SWOT analýza.

Oceňovaná společnost podle výsledků strategické analýzy vykazuje mírně podprůměrnou atraktivitu relevantního trhu a současně nadprůměrnou konkurenční sílu. Relevantní trh lze hodnotit jako stabilní. Intenzita přímé konkurence je téměř nulová. Závěrem strategické analýzy na základě informací od vedení podniku uvádím prognózu tržeb na plánované ob-

dobí 2013 až 2016 a meziroční tempo růstu tržeb oceňované společnosti TOT a.s. ve výši 3,65 %. Tržní podíl společnosti každoročně roste. Závěrem je možné ze zmíněných analýz vyvodit, že oceňovaný podnik má přijatelnou perspektivu růstu.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Pro podniky existují legislativní povinnosti jisté typy souborů informací zveřejňovat. Jednotná pravidla definují obsah i formu zveřejňovaných účetních výkazů. Díky tomuto legislativně definovanému povinnému typu reportingu lze jednotlivé společnosti hodnotit na základě získaných informací o jejich hospodářské situaci.

Cílem finanční analýzy je získat maximum informací o majetku společnosti, jeho struktuře, stáří, o finančním stavu podniku, struktuře závazků a pohledávek, struktuře nákladů, výnosů, výši přidané hodnoty, o počtu zaměstnanců a z toho všeho vydedukovat finanční zdraví společnosti a řadu jejích silných a slabých stránek. Důležité je kromě zkušeností z praxe uplatňovat i znalosti účetnictví, finanční analýzy, logické dedukce a jejich syntézy.

Finanční analýza vytváří podklad pro sestavení finančního plánu, ze kterého vyplývá oceňování společnosti výnosovými metodami. Z důvodu oceňování společnosti TOT a.s. prováděného k 1. 1. 2013 byla provedena finanční analýza za období 2008 až 2012. Nezbytné informace pro provedení analýzy finančního zdraví byly zjištěny z ekonomických výkazů oceňované společnosti a z výročních zpráv.

7.1 Analýza majetkové a finanční struktury společnosti

Základní složku finanční analýzy tvoří horizontální a vertikální rozbor majetkové a finanční struktury posuzované společnosti.

7.1.1 Analýza majetkové struktury společnosti

Co se týká majetkové struktury společnosti TOT a.s., je za sledované období zřejmý pokles dlouhodobého majetku. Oběžný majetek má vývoj rostoucí. Zatímco v roce 2008 tvoří oběžný majetek pouze 15 % aktiv a dlouhodobý majetek 85 %, v roce 2009, 2010 a 2011 došlo k mírnému nárůstu oběžného majetku na 25 %. V roce 2012 již tvořil oběžný majetek přes 30 %. Podíl dl. majetku na aktivech tak tvořil přibližně 70 – 75 %, což odpovídá podílu obvyklému v odvětví. V průběhu sledovaných let tedy dlouhodobý majetek v absolutní hodnotě každoročně klesá, od roku 2008 do roku 2012 klesl o 227 168 tis. Kč, což je o téměř 30 %. Také došlo k poklesu nehmotného majetku o 20 707 tis. Kč. Zatímco v letech 2008 a 2009 tvořil DNM 2,8 %, resp. 2,4 % bilanční sumy, v roce 2012 to bylo pouze 0,7 %.

Z hlediska oběžného majetku můžeme jeho vývoj charakterizovat jako rostoucí. Výrazný nárůst byl zřejmý zejména v roce 2009 a to o 106 942 tis. Kč, kdy došlo jak k navýšení zásob z důvodu předzásobení materiálem na plánovanou generální opravu kotle K4, tak k navýšení krátkodobých pohledávek, především dohadných účtů aktivních, které souvisí s nevyfakturovanými dodávkami služeb za měsíc prosinec. K dalšímu navýšení hodnoty oběžného majetku došlo v roce 2012.

7.1.2 Analýza finanční struktury společnosti

Co se týče finanční stránky společnosti TOT a.s., podíl vlastního kapitálu a cizích zdrojů na bilanční sumě je v letech 2008 a 2009 70:30. Z toho je zřejmé, že podnik upřednostňuje použití vlastních zdrojů před cizími. V letech 2010 a 2011 již dochází téměř k jejich vyrovnání a poměr činí 55:45. V roce 2012 se opět poměr přiblížil 70:30 s převahou vlastního kapitálu. Vlastní kapitál od roku 2009 absolutně klesá. V roce 2011 klesl oproti roku 2009 o 232 125 tis. Kč. Tento pokles je dán především poklesem výsledku hospodaření, který v roce 2011 oproti roku 2009 poklesl o 64 565 tis. Kč. V posledním sledovaném roce 2012 došlo k navýšení hodnoty vlastního kapitálu a to především vlivem vysokého hospodářského výsledku běžného období. Při vzniku společnosti v roce 1992 činil základní kapitál 214 000 tis. Kč. Vlivem rozhodnutí řádných valných hromad došlo postupně k navýšení na celkovou částku 370 671 tis. Kč, která se ve sledovaných letech nijak nezměnila.

U cizích zdrojů je zřejmý kolísavý průběh. Od roku 2008 do roku 2010 můžeme vidět nárůst v absolutní hodnotě o 145 306 tis. Kč a to vlivem navýšení zejména krátkodobých závazků o 150 627 tis. Kč. To je způsobeno i nárůstem dohadných účtů pasivních o 78 069 tis. Kč, které souvisí s nevyfakturovanými dodávkami materiálu a služeb za měsíc prosinec. V ostatních sledovaných letech dochází k poklesu cizích zdrojů o 153 575 tis. Kč. Krátkodobé závazky tvoří v roce 2008 přes 55 % cizích zdrojů a ve všech dalších letech přes 70 % cizích zdrojů, v roce 2011 dokonce přes 80 %. Z hlediska krátkodobých závazků narostl v roce 2010 závazek společnosti jako ovládající osobě o hodnotu 99 064 tis. Kč. Tento závazek byl do konce roku 2012 zcela splacen z důvodu plánovaného prodeje společnosti v lednu 2013. V roce 2010 došlo ve společnosti také k nárůstu rezerv o 48 649 tis. Kč, které byly následující rok vyčerpány na generální opravu kotle K4. Od roku 2009 nemá společnost žádné bankovní úvěry.

Co se týče podílů pohledávek a závazků z obchodních vztahů, společnost má v letech 2008 a 2009 závazky ve výši 183 %, resp. 190 % z hodnoty pohledávek. V letech 2010 a 2011 se situace zlepšuje, závazky tvoří 103 %, resp. 83 % z hodnoty pohledávek. Podnik je tak v pozici dlužníka. Vzhledem k množství konkurence v odvětví, která je zanedbatelná, si to teplárna může dovolit. V posledním roce došlo k výraznému poklesu závazků a ty tak tvoří již pouhých 33 % pohledávek.

7.2 Analýza výnosů, nákladů a hospodářského výsledku

Další významnou součástí zhodnocení finančního zdraví oceňované společnosti je rozbor výnosů, nákladů a výsledku hospodaření.

7.2.1 Analýza výnosů

Z hlediska dosahovaných výnosů je evidentní, že je společnost zaměřena na výrobní činnost a více než 80 % výnosů představují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Další asi 13 % tvoří ostatní provozní výnosy. Finanční a mimořádné výnosy jsou zanedbatelné. Pozitivně lze hodnotit nárůst tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, které se v průběhu analyzovaných let zvýšily v absolutní hodnotě o 381 505 tis. Kč, tedy o 40 %. Pouze v roce 2011 došlo k mírnému poklesu. Tržby za prodej tepla dosáhly výše 594 286 tis. Kč, což představuje pokles tržeb o 14 911 tis. Kč oproti roku 2010. Na jejich výši měla negativní vliv teplotně nadprůměrná topná sezóna. Tržby za dodanou elektrickou energii dosáhly výše 502 857 tis. Kč. Položku obchodní marže u společnosti TOT a.s. nenajdeme, jelikož se podnik nezaměřuje na obchodní činnost. Negativní je ovšem pokles přidané hodnoty od roku 2008 do roku 2011 o 105 009 tis. Kč, tudíž o 47 %. V roce 2012 došlo k výraznému růstu přidané hodnoty o 182 198 tis. Kč, především vlivem výrazného navýšení výkonů.

7.2.2 Analýza nákladů

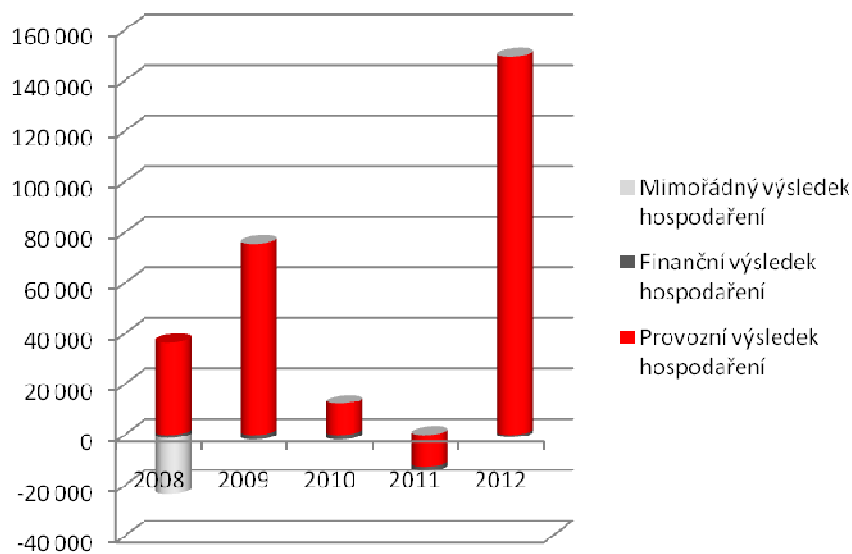
Co se týká nákladů, tak hrají nejvýznamnější roli spotřeba materiálu a služby podílející se na celkových nákladech zhruba 70-ti %. V letech 2009 i 2010 došlo k výraznému nárůstu oproti předchozímu roku o 251 430 tis. Kč, resp. o 123 749 tis. Kč, což naznačuje zřejmé zvýšení cen vstupního materiálu a energie. Druhou nejvýraznější položku nákladů představují ostatní provozní náklady, jejichž podíl se pohybuje v rozmezí 5 – 25 %. Dále je třeba

zmínit osobní náklady, jejichž podíl je přibližně 7 %. Vývoj osobních nákladů lze hodnotit jako konstantní. Osobní náklady za analyzované roky 2009 a 2010 jsou ve výši zhruba 40 % přidané hodnoty. V letech 2010 a 2011 představují přes 70 % přidané hodnoty. V roce 2012 se podílejí na přidané hodnotě 34 %. Vývoj odpisů je hodnocen také jako prakticky neměnný. Ostatní finanční náklady jsou zanedbatelné, taktéž nákladové úroky.

U výsledku hospodaření za účetní období 2010 a 2011 je zřejmý velký pokles v absolutní hodnotě o 40 194 tis. Kč, resp. o 24 371 tis. Kč. Hospodářský výsledek roku 2011 dosáhl na rozdíl od roku 2010 záporné hodnoty - 16 713 tis. Kč po zdanění. Tato skutečnost byla způsobena převážně započtením nákladů na druhou etapu generální opravy kotle K4, jež dosáhly částky 169 965 tis. Kč a oproti tomu nedostatečným navýšením výnosů. V posledním sledovaném roce 2012 již TOT a.s. opětovně dosáhla zisku a to nejvyššího ze všech analyzovaných let ve výši 121 564 tis. Kč. Dosažení vysokého zisku ovlivnily zejména narůstající tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které dosáhly hodnoty 1 318 020 tis. Kč. To je způsobeno zvýšením cen tepla a elektřiny, a současně pro teplárnu příznivými klimatickými podmínkami.

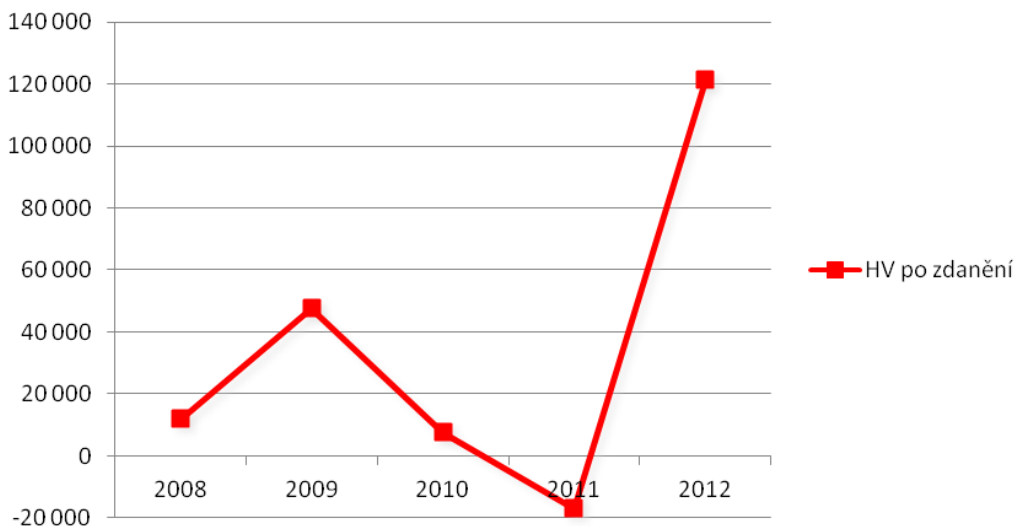
7.2.3 Analýza vývoje hospodářského výsledku

Na následujícím obrázku je znázorněn přehled vývoje hospodářského výsledku, který se skládá z provozního, finančního a mimořádného výsledku hospodaření. V roce 2008 společnost vykázala mimořádný náklad ve výši 22 091 tis. Kč jako důsledek soudního sporu vyplývajícího z běžných obchodních vztahů se společností Ekoengineering, a.s., která je v konkurzu. V dalších analyzovaných letech již společnost žádné mimořádné náklady ani výnosy nevykázala. Finanční výsledek hospodaření dosahuje v celém analyzovaném období záporných hodnot a snižuje tak provozní výsledek. V roce 2009 lze vidět nárůst hospodářského výsledku, který je dán především vyššími tržbami za dodanou elektrickou energii, což bylo důsledkem rozdílného obchodního modelu oproti roku 2008 a zvýšením smluvních cen za jednotku energie. V letech 2010 a 2011 došlo k výraznému poklesu hospodářského výsledku v důsledku již zmiňované generální opravy kotle K4. V roce 2012 společnost vykázala nejvyšší hospodářský výsledek ze všech let a to ve výši 121 564 tis. Kč.



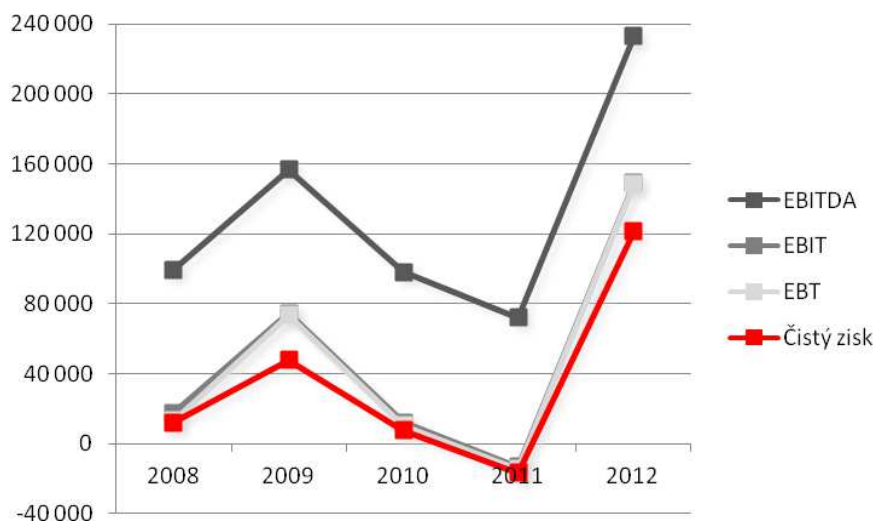
Obr. 7. Struktura výsledku hospodaření společnosti TOT a.s. v tis. Kč (vlastní)

Vývoj výsledku hospodaření za analyzovaná účetní období má kolísavý průběh. Tento průběh je mimo jiné ovlivněn snižující se sazbou daně z příjmů právnických osob, která postupně odebírá stále menší část hospodářského výsledku společnosti.



Obr. 8. Vývoj výsledku hospodaření společnosti TOT a.s. v tis. Kč (vlastní)

Následující obrázek zachycuje přehled vývoje zisku společnosti TOT a.s. ve formě čistého zisku, EBT, EBIT a EBITDA. Můžeme opět pozorovat kolísavý průběh. Všechny tyto ukazatele zisku mají obdobnou tendenci. Z obrázku je patrné, že nákladové úroky teplárny jsou na velice nízké úrovni.



Obr. 9. Vývoj ČZ, EBT, EBIT a EBITDA společnosti TOT a.s. v tis. Kč (vlastní)

7.3 Analýza rozdílových ukazatelů

Mezi nejdůležitější rozdílové ukazatele patří čistý pracovní kapitál – ČPK. Vypovídá o schopnosti podniku hradit své závazky vůči ostatním podnikatelským subjektům.

7.3.1 Čistý pracovní kapitál

Jelikož se jedná o rozdílový ukazatel, je jeho hodnota doporučována co nejvyšší. Společnost má v analyzovaném období mimo let 2009 a 2012 záporný čistý pracovní kapitál. Takový vývoj ČPK naznačuje, že společnost neměla dostatek finančních prostředků pro krytí neočekávaných závazků. Hodnota krátkodobého cizího kapitálu převyšovala hodnotu oběžných aktiv. Podíl ČPK na oběžných aktivech dosahoval v roce 2009 nad 15 %, v roce 2012 nad 40 %. Od roku 2009 se ČPK v absolutní hodnotě výrazně snižoval vlivem téměř konstantního vývoje oběžných aktiv a současným výrazným zvyšováním krátkodobých závazků. Tento vývoj vyplynul z nově nastavené strategie teplárny, kdy společnost začala upřednostňovat využití cizích zdrojů před vlastními. V roce 2012 se opět ČPK dostal do kladných hodnot a to vlivem nápadného snížení krátkodobých cizích zdrojů a zvýšení oběžných aktiv.

Tab. 12. Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti TOT a.s. v tis. Kč (vlastní)

Ukazatele ČPK	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva	131 025	237 967	234 323	222 155	283 389
Krátk. cizí zdroje	199 308	200 348	304 835	303 910	168 096
ČPK	-68 283	37 619	-70 512	-81 755	115 293

7.4 Analýza poměrových ukazatelů

Jedná se o základní a velmi oblíbený nástroj finanční analýzy, protože umožňuje rychle a levně získat přehled o finanční situaci firmy. Využila jsem čtyři typy ukazatelů.

7.4.1 Ukazatele zadluženosti

Tento typ odráží míru zapojení cizích zdrojů (dluhů) ve finanční struktuře podniku. Stanovuje optimální výši a skladbu zdrojů financování podnikání. Přehled vypočtených ukazatelů uvádím v následující tabulce.

Tab. 13. Vývoj ukazatelů zadluženosti ve společnosti TOT a.s. (vlastní)

Ukazatele zadluženosti	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost (v %)	29,6	28,8	46,1	44,2	31,6
Koeficient samofinancování (v %)	70,4	71,2	53,9	55,8	68,4
Míra zadluženosti (v %)	42,1	40,4	85,6	79,4	46,2
Úrokové krytí	4,0	81,5	7,6	-12,6	254,2
Dlouhodobé krytí stálých aktiv	0,9	1,0	0,8	0,8	1,0

Ve sledovaném období je celková zadluženost na poměrně dobré úrovni. Vypočtené hodnoty se pohybují okolo doporučených hodnot 30 – 60 %. Průměrná hodnota celkové zadluženosti je asi 36 %. Tato hodnota ukazuje, že v podstatě jednu třetinu financování podniku tvoří financování na dluh, tedy využívání cizích zdrojů, především úvěrů od ovládající společnosti. Zbývající dvě třetiny financuje společnost z vlastních zdrojů.

Koeficient samofinancování je doplňkový ukazatel k předešlému ukazateli. Udává, do jaké míry kryje podnik svůj majetek vlastními zdroji. Žádoucí je rostoucí trend, který vyjadřuje upevnování finanční stability podniku. V případě dané společnosti se koeficient samofi-

nancování drží v kladných hodnotách. Vlastní kapitál vykazuje vysoké hodnoty. Podnik kryje vlastními zdroji ve všech letech více než polovinu majetku, což je jen potvrzení ukazatele celkové zadluženosti.

Míra zadluženosti je opět v kladných hodnotách. Doporučené rozpětí činí 80 – 120 %, což daný podnik splňuje pouze v roce 2010. Hlavním důvodem kladných hodnot je opět vysoký vlastní kapitál ve jmenovateli vzorečku.

Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát je zajištěno placení úroků. Je vyjádřen podílem součtu VH před zdaněním a nákladových úroků vůči nákladovým úrokům. Čím je úrokové krytí vyšší, tím je finanční situace podniku lepší. Je-li hodnota rovna 1, znamená to, že podnik vydělá pouze na úroky, tedy vytvořený zisk je nulový. To ale není případ teplárny, protože hodnota úrokového krytí dosahuje poměrně vysokých hodnot. Doporučuje se hodnota vyšší než 5. V letech 2009 a 2012 došlo k obrovskému výkyvu, který byl dán vysokým VH před zdaněním a nízkými nákladovými úroky. V roce 2011 je tento ukazatel záporný, jelikož společnost vykazuje ztrátu.

Poslední vypočtený ukazatel je ukazatel dlouhodobého krytí stálých aktiv. Hodnota tohoto ukazatele by se neměla dostat pod 1. Při hodnotě nižší než 1 dochází k podkapitalizaci. To značí, že podnik musí křýt část svého dlouhodobého majetku z krátkodobých zdrojů a může se dostat do potíží s úhradou svých závazků. (Knápková, Pavelková, 2011)

7.4.2 Ukazatele rentability

Patří k nejdůležitějším ukazatelům, jimiž se hodnotí podnikatelská činnost firmy. Poměrují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů firmy, které byly použity k jeho dosažení. Výpočet ukazatelů je znázorněn v tabulce.

Tab. 14. Vývoj ukazatelů rentability ve společnosti TOT a.s. (vlastní)

Ukazatele rentability (v %)	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita celkového kapitálu ROA	1,9	7,6	1,3	-1,6	17,6
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	1,8	6,8	1,6	-3,6	21,0
Rentabilita tržeb ROS	1,3	4,0	0,6	-1,5	9,2

Při pohledu na ukazatele rentability v tabulce je jasně vidět, že podnik je ziskový, s výjimkou roku 2011. Toto je způsobeno především kladnou hodnotou čistého zisku před úroky a daněmi (EBIT) a čistého zisku.

Rentabilita celkového vloženého kapitálu ROA je ve sledovaném období kladná. Výjimku tvoří rok 2011, ve kterém jsou hodnoty všech ukazatelů rentability záporné, neboť společnost v tomto roce vykazovala ztrátu. ROA měří výkonnost neboli produkční sílu podniku. Je ukazatelem produkce zisku využitím majetku podniku nezávisle na tom, z jakých zdrojů byl majetek pořízen.

Rentabilita vlastního kapitálu ROE vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů. Výsledky jsou kladné, poukazují na dobrou finanční situaci firmy. Nejvyšší hodnoty dosahuje v roce 2012 – 21 % a nejnižší v roce 2011, kdy dosahuje záporných hodnot -3,6 %. Hodnoty by se měly pohybovat nad úrovní alternativního nákladu na kapitál. V mém případě pouze v roce 2012 ukazatel rentability vlastního kapitálu převyšuje náklad na vlastní kapitál, což znamená, že by společnost měla uvažovat o jiné alternativě kapitálu, která jí přinese vyšší ziskovost.

Rentabilita tržeb ROS udává, jak je podnik schopen dosahovat zisku při dané úrovni tržeb. Hodnoty v tabulce mají kladný charakter. To je způsobeno kladnými hodnotami ukazatele EBIT a zároveň zvyšováním tržeb. Výjimku tvoří opět rok 2011, kdy tržby společnosti oproti roku 2010 mírně poklesly a dosahovaný EBIT byl záporný. (Knápková, Pavelková, 2011)

7.4.3 Ukazatele likvidity

Analýza likvidity se podrobněji zabývá platební schopností firmy. Ta na rozdíl od ČPK ve svých ukazatelích zohledňuje složení i strukturu aktiv společnosti. Na základě toho pak lze společnost charakterizovat přesněji. 3 typy likvidity jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 15. Vývoj ukazatelů likvidity ve společnosti TOT a.s. (vlastní)

Ukazatele likvidity	2008	2009	2010	2011	2012
Běžná likvidita	0,7	1,2	0,8	0,7	1,7
Pohotová likvidita	0,5	0,9	0,6	0,6	1,4
Okamžitá likvidita	0,034	0,005	0,003	0,003	0,010

Ukazatelé likvidity dosahují poměrně nízkých hodnot. Znamená to, že společnost není úplně optimálně schopna hradit své závazky. Naopak nejsou v ní umrtveny prostředky ve formě pohledávek a zásob, což může mít dobrý vliv na výnosnost podniku.

Hodnota ukazatele běžné likvidity by se měla pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5. K těmto hodnotám se blížila běžná likvidita v roce 2009, potom se opět zhoršila vlivem zvýšení krátkodobých závazků – ovládající a řídicí osoby v letech 2010 a 2011. V roce 2012 již teplárna dosáhla doporučovaných hodnot. Krátkodobé cizí zdroje podstatně klesly, zejména závazky – ovládaná nebo ovládající osoba se snížily na nulu.

Ukazatel pohotové likvidity se opět v roce 2009 přiblížil doporučované hodnotě 1,0 – 1,5. Dosáhl jí pouze v roce 2012. Jinak má ukazatel pohotové likvidity stejný trend jako ukazatel předešlý.

Co se týká ukazatele okamžité likvidity, ten v žádném z analyzovaných let nedosahuje doporučené hodnoty 0,2 – 0,5. To značí neefektivní využití finančních prostředků s dopadem do rentability podniku. (Knápková, Pavelková, 2011)

7.4.4 Ukazatele aktivity

Tento typ ukazatelů měří, jak efektivně firma hospodaří se svými aktivy. Nejčastějšími ukazateli jsou doba obratu a počet obrátek vybraných aktiv. V případě mé práce jsem se zaměřila na zásoby, pohledávky a závazky, které jsem shrnula do následující tabulky.

Tab. 16. Vývoj ukazatelů aktivity ve společnosti TOT a.s. (vlastní)

Ukazatele aktivity	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat celkových aktiv	1,0	1,2	1,3	1,3	1,6
Doba obratu zásob (dny)	9,4	16,9	18,0	17,1	11,7
Doba obratu pohledávek (dny)	35,4	53,8	50,9	54,2	65,2
Doba obratu závazků (dny)	59,3	59,9	90,2	98,2	45,9

Hodnota ukazatele obratu celkových aktiv by měla být minimálně 1. Tedy z 1 Kč majetku by měla být dosažena alespoň 1 Kč tržeb. Tuto podmínku splňuje podnik ve všech pěti letech. Je tomu tak proto, že podnik vykazuje poměrně stabilní tržby. Tržby převyšovaly aktiva ve všech analyzovaných letech, z čehož vyplývá, že oceňovaná společnost využívá aktiva efektivně.

Doba obratu zásob udává průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podnikání do doby jejich spotřeby či prodeje. Doba obratu mírně kolísá, z počátku má spíše rostoucí trend, což je negativní, v posledních sledovaných letech klesá. Je žádoucí snižovat hodnotu tohoto ukazatele, protože v zásobách bývají uloženy velké objemy peněžních prostředků.

Doba obratu pohledávek a závazků spolu úzce souvisí. Hodnotu doby obratu pohledávek můžeme ve sledovaném období hodnotit jako téměř konstantní, kolísá pouze mírně. Naopak doba obratu závazků má oproti pohledávkám rostoucí tendenci s výjimkou posledního roku. Společnost hradí své závazky z obchodních vztahů za poměrně krátkou dobu, což je určitě příznivé pro její věřitele. Doba obratu závazků převyšuje dobu obratu pohledávek, což je pozitivní, podnik by měl být schopen hradit své závazky z peněžních prostředků z pohledávek. Pouze v roce 2012 doba obratu pohledávek převýšila dobu obratu závazků.

7.5 Analýza souhrnných ukazatelů

Tato analýza má za úkol rozlišit podniky „zdravé“ a „nemocné“, přičemž za nemocný podnik se považuje obvykle podnik s ohroženou likviditou. Ukazatele jsou vybírány se zřetelem na to, jak jsou schopny rozlišit podnik s dobrou a ohroženou schopností dostát svým závazkům a jsou shrnovány do jedné charakteristiky v podobě bankrotních indikátorů. (Knápková, Pavelková, 2011)

Ve své práci jsem se zaměřila na tzv. Altmanův index neboli Z – skóre, který patří mezi nejpoužívanější modely, a Index IN01.

7.5.1 Altmanův model

Altmanův model lze vyjádřit jako:

$$Z - \text{skóre} = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,420 * X_4 + 0,998 * X_5$$

Tab. 17. Vývoj ukazatele Z – skóre ve společnosti TOT a.s. (vlastní)

Ukazatele Z – skóre	2008	2009	2010	2011	2012
ČPK / Aktiva	-0,07	0,04	-0,08	0,10	0,14
Nerozdělený zisk / Aktiva	0,17	0,17	0,00	0,00	0,01
EBIT / Aktiva	0,02	0,08	0,01	-0,02	0,18
VK / Cizí zdroje	2,37	2,47	1,17	1,26	2,16
Tržby / Aktiva	1,00	1,22	1,33	1,33	1,55
Z – skóre	2,15	2,68	1,79	1,87	3,12

Je-li hodnota Z – skóre vyšší než 2,99, znamená to, že firma je v uspokojivé finanční situaci. Této hodnoty oceňovaný podnik dosáhl pouze v posledním roce. V předcházejících analyzovaných letech je Z – skóre v rozmezí 1,81 až 2,99, s výjimkou roku 2010, to znamená, že má nevyhraněnou finanční situaci. Pouze v roce 2010 hodnota mírně klesla pod 1,81, což značí finanční problémy společnosti. (Knápková, Pavelková, 2011)

7.5.2 Index IN01

Dalším typem souhrnného ukazatele je Index IN01. Tento index přiřazuje daným ukazatelům obecné váhy významnosti, které stanovili manželé Neumaierovi ve spolupráci s Ministerstvem průmyslu a obchodu. Tento index pojí schopnost splácet závazky a vytvářet hodnotu pro vlastníky.

$$\text{Index IN01} = 0,13 * X_1 + 0,04 * X_2 + 3,92 * X_3 + 0,21 * X_4 + 0,09 * X_5$$

Tab. 18. Vývoj Indexu IN01 ve společnosti TOT a.s. (vlastní)

Index IN01	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva / Cizí kapitál	3,37	3,47	2,17	2,26	3,16
EBIT / Nákladové úroky	4,01	81,55	7,59	-12,58	254,18
EBIT / Aktiva	0,02	0,08	0,01	-0,02	0,18
Výnosy / Aktiva	1,30	1,42	1,68	1,66	1,81
Oběžná aktiva / Krátk. CK	0,66	1,19	0,77	0,73	1,69
Index IN01	1,01	4,43	1,05	0,13	11,82

Pokud je hodnota Indexu IN01 větší než 1,77, znamená to, že podnik tvoří hodnotu pro své vlastníky. Tato situace u oceňované společnosti nastala v letech 2009 a 2012, což bylo dáno vysokou hodnotou EBITU a nízkými nákladovými úroky. V letech 2008 a 2010 se společnost nachází v tzv. šedé zóně, index se pohybuje v rozmezí 0,75 až 1,77. Pouze v roce 2011 byla hodnota indexu menší než 0,75, což značí problémy podniku. To je způsobeno zápornou hodnotou EBITU. (Neumaierová, Neumaier, 2002)

7.6 Analýza doplňujících ukazatelů

Především v souvislosti s analýzou rentability je možné zkoumat i další ukazatele, jako je například přidaná hodnota.

7.6.1 Přidaná hodnota

Přidaná hodnota je významným ukazatelem analýzy hospodaření podniku. Platí pro ni:

$$\text{Přidaná hodnota} = \text{Obchodní marže} + \text{Výkony} - \text{Výkonová spotřeba}$$

Tab. 19. Vývoj přidané hodnoty ve společnosti TOT a.s. (vlastní)

	2008	2009	2010	2011	2012
Obchodní marže	–	–	–	–	–
+ Výkony	936 527	1 203 619	1 216 187	1 114 396	1 318 429
– Výkonová spotřeba	710 938	962 368	1 086 117	993 816	1 015 651
= Přidaná hodnota	225 589	241 251	130 070	120 580	302 778

Přidaná hodnota vykazuje ve sledovaných letech spíše klesající průběh. Položku obchodní marže u společnosti TOT a.s. nenajdeme, jelikož se podnik nezaměřuje na obchodní činnost. Výkony, jež jsou dány zejména tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, jelikož se jedná o výrobní podnik, vykazují víceméně stabilní vývoj. Výkonová spotřeba v letech 2008 až 2010 narůstá. V roce 2011 došlo ke snížení. Klesající přidaná hodnota je negativním jevem, od roku 2008 do roku 2011 klesla o 105 009 tis. Kč, celkem o 47 %. V posledním roce 2012 ovšem výrazně vzrostla, celkem o 182 198 tis. Kč, tedy o 151 %, což je způsobeno vysokým nárůstem výkonů.

7.7 Zhodnocení finančního zdraví společnosti TOT a.s.

Společnost TOT a.s. s výjimkou roku 2011 dosahovala ve všech analyzovaných letech kladného hospodářského výsledku. Jako nejpříznivější období lze hodnotit poslední rok 2012, kdy společnost dosahovala nejvyššího výsledku hospodaření. Oproti tomu neúspěšným obdobím byl rok 2011, kdy společnost dosáhla ztráty ve výši 16 713 tis. Kč. Tato situace byla zapříčiněna zejména započtením nákladů na druhou etapu generální opravy kotle K4, jež dosáhly částky 169 965 tis. Kč a oproti tomu nedostatečným navýšením výnosů. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb mají za sledované období mírně kolísavý charakter. Společnost preferuje vlastní zdroje financování, bankovní úvěr měla pouze v roce 2008. Jelikož se jedná o výrobní podnik, největšími nákladovými položkami jsou spotřeba materiálu a služeb. Další významnou položkou jsou ostatní provozní náklady a náklady osobní.

Zadluženost podniku se v letech 2010 a 2011 pohybuje kolem 45-ti %, což bychom mohli u společnosti výrobního charakteru považovat téměř za optimální. V roce 2012 zadluženost opět klesla. Vlastní kapitál dosahuje vysokých hodnot. Podnik kryje vlastními zdroji více než polovinu majetku, což je jen potvrzení ukazatele celkové zadluženosti. Ukazatel dlouhodobého krytí stálých aktiv značí, že podnik je podkapitalizován. Podnik tak musí krýt část svého dlouhodobého majetku z krátkodobých zdrojů a může se dostat do potíží s úhradou svých závazků.

Z analýzy ukazatelů rentability vyplývá, že je společnost zisková s výjimkou roku 2011, kdy jsou všechny tři ukazatele rentability záporné. Společnost v tomto roce dosáhla ztráty. V ostatních letech jsou hodnoty ukazatelů kladné, což poukazuje na příznivou finanční situaci firmy.

Ukazatelé všech sledovaných stupňů likvidity vykazují s výjimkou roku 2012 hodnoty nižší než v doporučeném pásmu. Z toho vyplývá, že podnik není úplně optimálně schopen hradit své závazky. Analýza okamžité likvidity značí neefektivní využití finančních prostředků s dopadem do rentability podniku.

Co se týká doby obratu pohledávek a závazků z obchodních vztahů, příznivé je, že doba obratu závazků se neustále zvyšuje. Tato situace je pro společnost výhodná, jelikož dostane zapláceno dříve, než musí splatit své závazky. Výjimkou je pouze rok 2012, kdy doba obratu pohledávek převýšila dobu obratu závazků.

Souhrnné ukazatele poukazují na to, že u oceňované společnosti nelze jednoznačně vyhradit její finanční situaci. Dle Altmanova indexu nelze jednoznačně určit, je-li podnik finančně zdravý či nikoliv a podle indexu IN01 se společnost ve dvou letech nachází v tzv. šedé zóně a ve dvou letech tvoří hodnotu pro své vlastníky.

Po provedení strategické a finanční analýzy docházím k závěru, že společnost TOT a.s. splňuje předpoklad nepřetržitého trvání, což tvoří základ pro ocenění podniku výnosovými metodami.

8 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Strategický finanční plán rozvahy a výkazu zisku a ztráty bude výchozím bodem pro stanovení hodnoty společnosti TOT a.s. výnosovými metodami oceňování. Plánování individuálních složek výkazů bude vypracováno s ohledem na výsledky strategické a finanční analýzy a v souladu s uskutečněnými konzultacemi s vedením oceňovaného podniku. Vzhledem k tomu, že došlo k datu 15. 1. 2013 k prodeji oceňované společnosti, je zpracování plánu o to obtížnější. Všechny plány jsou ve fázi příprav, čeká se na vyjádření nového jediného akcionáře TOT a.s. společnosti Marritima Energy a.s. Finanční plán je zpracován za předpokladu neomezeného trvání podniku na období nadcházejících čtyř let, tedy za období 2013 až 2016. Plán rozvahy, výkazu zisku a ztráty i výkazu peněžních toků v konkrétním peněžním vyjádření je uveden v příloze diplomové práce.

8.1 Plán rozvahy

Dlouhodobý majetek společnosti se podílí na celkových aktivech 75-ti %, v průběhu analyzovaných let můžeme sledovat pozvolný pokles jeho hodnoty z důvodu opotřebení. V roce 2011 společnost TOT a.s. vykázala ztrátu z důvodu uskutečnění generální opravy kotle K4. Jelikož již byly provedeny generální opravy všech čtyř kotlů teplárny, další plánované investice budou zahrnovat pouze běžné opravy kotlů a dalšího vybavení, které je nezbytné pro zachování spolehlivé výroby. Žádné významné investice tedy nejsou v brzké době v plánu, bude záležet na dalším vývoji společnosti. Na základě těchto podkladových informací jsem stanovila meziroční pokles DHM ve výši 8 %. Co se týče dlouhodobého nehmotného majetku, ten představuje zanedbatelný podíl na dlouhodobém majetku ve výši do 3 % a není plánováno jeho navýšení. Dlouhodobý finanční majetek zůstane po celé plánované období ve stejné výši a to 300 tis. Kč.

Oběžná aktiva jsou plánována na základě doby obratu krátkodobých pohledávek a zásob. Při plánování krátkodobých pohledávek je třeba přihlídnout k platební kázni odběratelů. Vedení TOT a.s. nepředpokládá do budoucna změny v době obratu pohledávek a zásob, z toho důvodu bude jejich doba obratu odhadnuta jako průměr za poslední analyzované roky 2011 a 2012. Průměrná doba obratu pohledávek z obchodních vztahů za tyto dva roky činila 68 dní. Se stejnou dobou obratu se počítá i pro plánované roky. Totéž platí i pro zá-

soby, u kterých jsou také brány v úvahu jejich dosavadní doby obratu a jejich očekávaný vývoj do budoucna.

Aktivní i pasivní časové rozlišení zůstane v konstantní výši dle roku 2012.

Základní kapitál společnosti je přebrán z předešlých let, činí 370 671 tis. Kč ve všech plánovaných letech. **Kapitálové fondy** budou taktéž ponechány ve stávající výši 2 687 tis. Kč. Stejně tak **fondy ze zisku** plánuje společnost nechat na úrovni roku 2012. Vedení podniku neuvažuje o jejich navýšení či snížení.

Výsledek hospodaření minulých let se měnit bude, jelikož teplárna předpokládá výplatu dividend. **Výsledek hospodaření běžného období** TOT a.s. bude pro každý rok plánu převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Předpokládá se kladný hospodářský výsledek.

Rezervy zůstanou také na úrovni roku 2012, jelikož firma neplánuje tvořit další rezervy.

Dlouhodobé závazky mají klesající vývoj, jedná se o odložený daňový závazek. V období plánu budou dlouhodobé závazky nadále klesat.

Krátkodobé závazky jsou plánovány taktéž podle jejich doby obratu, stejně jako tomu bylo u krátkodobých pohledávek a zásob.

Bankovní úvěry společnost TOT a.s. nevyužívá a prozatím není plánováno přijetí žádného bankovního úvěru.

8.2 Plán výkazu zisku a ztráty

Tržby z prodeje zboží nebudou do budoucího plánu vůbec zahrnuty, jelikož nejsou předmětem podnikatelského zaměření TOT a.s.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb byly naplánovány ve strategické analýze. Na této položce se nejvíce podílejí tržby z prodeje vlastních výrobků, zejména za teplo a dodanou elektrickou energii. Tržby z prodeje služeb jsou nevýznamné. Podle dostupných údajů je plánovaný vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb znázorněn v tab. 11 v kapitole 6.5 Prognóza tržeb oceňované společnosti.

Aktivace představuje vlastní náklady na dlouhodobý majetek nebo majetek v operativní evidenci vyráběný ve vlastní režii. Například se jedná o výrobu nábytku vlastními pracovníky. Tento majetek se ocení a při zařazení majetku do evidence se tyto vynaložené nákla-

dy vykazují do výnosů. Podle předpokladů vedení společnosti je plánována stálá výše této položky na úrovni roku 2011 v částce 81 tis. Kč.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu plynou teplárně z prodeje emisních povolenek, které jsou zařazeny v nehmotném majetku. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku plánují na úrovni roku 2012 a to ve výši 76 882 tis. Kč, stejně tak tržby z prodeje materiálu ve výši 358 tis. Kč.

Ostatní provozní výnosy tvoří relativně malý podíl na celkových výnosech společnosti. Pro plánované období zůstanou v průměrné výši za poslední dva analyzované roky.

Výnosy z dlouhodobého finančního majetku tvoří dividendy z ovládaných společností a každoročně se očekávají ve výši 19 tis. Kč.

Výnosové úroky se na celkových výnosech podílejí pouze zanedbatelnou částkou. Podnik je plánuje ve výši 0,46 % z celkové výše peněžních prostředků na začátku roku. (ČNB, 2013)

Ostatní finanční výnosy spolu s **ostatními finančními náklady** opět vyplývají ze spotřeby emisních povolenek. Tyto povolenky jsou poskytnuty bezúplatně, v účetnictví jsou oceňeny reprodukční cenou. Účtování emisních povolenek je vždy zachyceno ve stejné výši jak do nákladů, tak do výnosů, proto neovlivňuje hospodářský výsledek. Pouze v případě povolenek nakoupených na burze je ovlivněn výsledek hospodaření a jejich spotřeba je účtována také na účet provozních nákladů. Ostatní finanční výnosy i náklady budou ponechány ve stejné výši, jako byly v roce 2012.

Náklady na prodané zboží nebudou součástí budoucího finančního plánu, rovněž jako tržby z prodeje zboží nejsou předmětem podnikatelské činnosti teplárny.

Výkonová spotřeba je u oceňované společnosti tvořena přibližně ze dvou třetin spotřebou materiálu a energie a zbývající jednu třetinu představují služby. Podnik předpokládá, že výkonové spotřebě bude ponechán stejný poměr k tržbám jako za poslední dva analyzované roky. Výkonová spotřeba se tudíž bude vyvíjet obdobně jako tržby. Spotřebu materiálu a energie stanovím jako poměr spotřeby materiálu a energie vůči tržbám za prodej vlastních výrobků a služeb v letech 2011 a 2012. Z těchto dvou hodnot vypočítám průměr. Spotřeba materiálu a energie bude tedy každoročně 64 % z tržeb za vlastní výrobky a služby.

Stejně tak jsem postupovala u služeb, zde podíl na tržbách činí za poslední dva roky průměrně 19 %.

Osobní náklady vykazují prakticky konstantní vývoj. Do těchto nákladů spadají mzdové náklady, odměny členům orgánů společnosti a družstva, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a sociální náklady. Společnost v současnosti zaměstnává 176 zaměstnanců a neplánuje propouštění svých zaměstnanců, ani přijímání nových pracovníků. Z tohoto důvodu usuzuji nárůst mzdových nákladů pouze ve výši 2 %. Společnost předpokládá nárůst odměn členů orgánů společnosti o stejnou výši jako u mzdových nákladů, tj. o 2 %. Podle platné legislativy budou i nadále tvořit náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění 34 % mzdových nákladů. Co se týče plánovaných sociálních nákladů, ty taktéž odvodím od mzdových nákladů. Do poměru dám sociální náklady vůči mzdovým nákladům za poslední dva roky a tím zjistím průměrnou hodnotu těchto poměrů a to ve výši 3,6 %.

Daně a poplatky tvoří naprosto zanedbatelnou část z celkových nákladů. V letech 2008 až 2010 se pohybovaly okolo 4 000 tis. Kč ročně. V roce 2011 však došlo ke zvýšení sazeb daně z nemovitostí. To způsobilo velký nárůst této položky. Daně a poplatky tedy uvažuji v konstantní výši 7 158 tis. Kč.

Odpisy jsem s přihlédnutím k chystaným investicím v plánovaných letech sestavila na základě odpisovaného plánu stávajícího majetku.

Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku je stanovena v přímé návaznosti na tržby z prodeje. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku v období plánu jsou ponechány v hodnotě roku 2012. Jelikož se zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku výrazně lišila oproti roku 2011, byla pro plánované období použita průměrná hodnota roku 2011 a 2012 a to 61 067 tis. Kč. Zůstatková cena prodaného materiálu je plánovaná v konstantní výši dle roku 2012 a to 2 tis. Kč.

Změna stavu rezerv a opravných položek nebude pro účely ocenění plánována.

Ostatní provozní náklady se v minulosti meziročně snižovaly s výjimkou roku 2011. V tomto roce došlo k nárůstu o 127 476 tis. Kč. Tyto náklady zahrnují pojištění vozidel, nemovitostí a movitého majetku. Pro následující roky plánuji ostatní provozní náklady jako průměr za poslední dva roky.

Nákladové úroky jsou plánovány v nulové výši, jelikož teplárna nemá žádný bankovní úvěr, ani jinou úročenou půjčku a ani je neplánuje v následujících letech využít.

Daňové zatížení ve všech plánovaných letech uvažuji ve stávající výši 19 % výsledku hospodaření.

Mimořádné náklady a výnosy se nedají předvídat, z toho důvodu bude mimořádný výsledek hospodaření ve všech letech plánu nulový.

Plánovaný hospodářský výsledek zjistím jako rozdíl výnosů a nákladů za plánované období.

8.3 Analýza finančního plánu

Ke zhodnocení vývoje finanční stability oceňované společnosti TOT a.s. do budoucna je nutné provedení základní finanční analýzy plánovaných výkazů rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Přesněji jsem se orientovala na analýzu vybraných ukazatelů zadluženosti, rentability a likvidity. Zjištěné hodnoty těchto ukazatelů jsou uvedeny v příloze.

Celková zadluženost společnosti se pohybuje okolo 30-ti %, což je na hranici doporučených hodnot 30 – 60 %. Podnik kryje svou činnost převážně vlastním kapitálem. Teplárna pro plánované období splňuje požadavek krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem.

Rentabilita celkového kapitálu, kterou jsem zjistila z hospodářského výsledku před zdaněním a úroky, ve srovnání s minulým obdobím vykazuje stabilnější hodnoty. Můžeme vidět rostoucí tendenci. Rentabilita vlastního kapitálu dosahuje také kladných hodnot. Rentabilita tržeb se pohybuje okolo 4 %. Pozitivní je opět stoupající trend tohoto ukazatele.

Ukazatel běžné likvidity se pohybuje ve vyšších hodnotách, než tomu bylo v minulosti. To je způsobeno plánováním zásob, pohledávek a závazků na základě jejich doby obratu. Pohotová likvidita vykazuje uspokojivé hodnoty. Okamžitá likvidita se pohybuje nad doporučenou hodnotou 0,2, s výjimkou prvního roku plánu. Společnost TOT a.s. tak má v plánovaném období dostatečné množství finančních prostředků k zajištění likvidity.

Podle plánovaných výkazů finanční stav společnosti TOT a.s. nenaznačuje jakékoliv zpochybnění životnosti podniku. Doporučila bych navýšení podílu cizích zdrojů ve spojitosti s nízkou zadlužeností. To by mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu prostřednictvím finanční páky.

9 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI TOT A.S.

Z provedené finanční a strategické analýzy vyplývá, že společnost TOT a.s. splňuje předpoklad neomezeného trvání podniku, což je základem pro použití výnosových metod oceňování. Cílem ocenění je stanovení tržní hodnoty společnosti TOT a.s. Zjištěné ocenění bude mít pro podnik ryze informativní charakter. Aby byl výsledek ocenění objektivní, je nutné použití více výnosových metod oceňování. Na základě syntézy výsledků jednotlivých metod bude poté možné zjistit výslednou hodnotu podniku k 1. 1. 2013.

Pro ocenění budou použity následující metody:

- metoda diskontovaného cash-flow (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Ocenění společnosti TOT a.s. bude předcházet stanovení nákladů na vlastní a cizí kapitál a vážených průměrných nákladů kapitálu, pomocí kterých bude možné stanovit diskontní míru potřebnou pro ocenění pomocí vybraných výnosových metod. V první řadě ocením společnost diskontovanými peněžními toky. Ocenění proběhne ve dvou fázích. V první fázi zjistím současnou hodnotu peněžních toků, které společnosti poplynou v období plánu 2013 – 2016, ve druhé fázi určím tzv. pokračující hodnotu, která může představovat až 80 % konečné hodnoty podniku. Výpočet provedu pomocí Parametrického a Gordonova vzorce. Další metodou, pomocí které společnost TOT a.s. ocením, je paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tuto metodu lze považovat spíše za určitý dolní odhad výnosové hodnoty podniku. Poslední metodou je metoda ekonomické přidané hodnoty, která se skládá z budoucích EVA. Závěrem kapitoly je stanovení výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti.

9.1 Stanovení diskontní míry

Stanovení diskontní míry je prvním krokem při oceňování výnosovými metodami. Diskontní míra je určena na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál WACC. Tato diskontní míra se využívá při použití metody DCF – FCFF pro vlastníky a věřitele a při použití metody EVA. Druhou možností je stanovení diskontní míry na úrovni nákladů na vlastní kapitál, kterou aplikujeme při použití metody DCF – FCFE pro vlastníky a při pou-

žití metody kapitalizovaných čistých výnosů. Protože ovšem společnost TOT a.s. nemá žádný úročený cizí kapitál, bude diskontní míra na úrovni vlastníků totožná s diskontní mírou na úrovni celého podniku.

9.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál není možné stanovit na základě výpočtu jedné metody. Je nutné provést vážený aritmetický průměr z výsledků vypočítaných metodami pro určení nákladů na vlastní kapitál. Jednotlivé průměry budou zvoleny dle dostupnosti údajů.

Metody použité pro stanovení nákladů na vlastní kapitál:

- model CAPM,
- komplexní stavebnicová metoda M&M,
- komplexní stavebnicová metoda Garnett&Hill.

Náklady na vlastní kapitál určím pomocí programu Evalent. Výsledná hodnota bude stanovena na základě váženého aritmetického průměru.

MODEL OCEŇOVÁNÍ KAPITÁLOVÝCH AKTIV – CAPM

Tato metoda patří mezi nejběžnější pro výpočet nákladů na vlastní kapitál. Pro výpočet jsem musela zjistit bezrizikovou úrokovou míru, hodnotu koeficientu β a rizikovou prémii.

Bezriziková úroková míra je stanovena na základě výnosnosti desetiletých státních dluhopisů ČR. Pro rok 2013 se očekává průměrný výnos dlouhodobých státních dluhopisů ve výši 2,7 %. Pro další roky 2014 a 2015 je to 3,0 %, resp. 3,3 % (stanoveno dle odhadů ministerstva financí). Jelikož můžeme v uvedených letech pozorovat nerovnoměrný vývoj a prognóza na příští období není k dispozici, z důvodu opatrnosti budu i do dalších let počítat s bezrizikovou sazbou na úrovni **3,3 %**. (MF ČR, 2013)

Koeficient Beta je možné stanovit na úrovni nulového zadlužení nebo existujícího zadlužení společnosti. Při posouzení Beta koeficientu jsem vycházela z koeficientu Beta při nulovém zadlužení pro podniky působící ve stejném odvětví, jako TOT a.s. Informace jsem čerpala z internetových stránek profesora Damodarana. Při nulovém zadlužení činí Beta koeficient za dané odvětví **0,7**. (Damodaran, 2013)

Riziková prémie je stanovena jako rozdíl mezi předpokládanou výnosností kapitálového trhu a bezrizikovou výnosovou mírou. Při výpočtu se vychází z ratingu České republiky, který je možné nalézt na stránkách profesora Damodarana. Ratingová agentura Moody's ohodnotila ČR známkou A1. Riziková prémie prostředí uvnitř ČR dosáhla v roce 2012 hodnoty 5,8 %. Dodatečná riziková přírážka byla ohodnocena na 1,28 %. Jejich součet tvoří celkovou rizikovou prémii ve výši **7,08 %**. Předpokládám, že za celé plánované období nedojde ke změně ratingu ČR. (MPO, 2013)

Model CAPM se znalostí Beta koeficientu při nulovém zadlužení

Tab. 20. CAPM se znalostí Beta koeficientu při nulovém zadlužení (vlastní)

Ploška	Hodnota
Bezriziková výnosová míra	3,30 %
Riziková prémie	7,08 %
Odhad koeficientu Beta	0,70
Náklady na VK	8,26 %

Na základě modelu CAPM se znalostí Beta koeficientu při nulovém zadlužení jsou náklady na vlastní kapitál stanoveny ve výši 8,26 %.

Model CAPM se stanovením Beta koeficientu na základě finančního a obchodního rizika

Tato varianta modelu CAPM vychází ze stanovení třídy systematického rizika a korekci beta koeficientu k finančnímu riziku, kdy finanční riziko ukazuje strukturu zdrojů oceňované společnosti.

Systematické riziko se vyznačuje vztahem a citlivostí mezi národohospodářskými ukazateli a zisky oceňované společnosti. Dle profesora Maříka můžeme systematické riziko rozdělit do pěti tříd. Na základě provedené strategické analýzy byla přidělena **3.** třída systematického rizika, jelikož je TOT a.s. průměrně závislá na hospodářském vývoji.

Prémii za specifické riziko stanovím pomocí expertního odhadu, kdy je nutné ohodnotit vybrané interní faktory, jako jsou například úroveň vedení společnosti, poskytovaná jakost výrobků, služeb a využívaných technologií, pozice na trhu, konkurenceschopnost, výsledky

finanční a strategické analýzy a další údaje. Vzhledem k výše jmenovaným faktorům jsem určila prémii za specifické riziko ve výši **3 %**.

Tab. 21. CAPM se stanovením Beta koeficientu dle fin. a obch. rizika (vlastní)

Pložka	Hodnota
Bezriziková výnosová míra	3,30 %
Riziková premie	7,08 %
Premie za specifické riziko	3,00 %
Třída systematického a obchodního rizika	3
Korekce na základě obchodního rizika	0,00
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi	0,00
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 2. fázi	0,00
Korekce na základě fin. rizika pro 1. fázi	-0,20
Korekce na základě fin. rizika pro 2. fázi	-0,20
Koeficient Beta pro 1. fázi	0,80
Koeficient Beta pro 2. fázi	0,80
Náklady na VK pro 1. fázi	11,96 %
Náklady na VK pro 2. fázi	11,96 %

Náklady vlastního kapitálu podle modelu CAPM se stanovením koeficientu Beta na základě finančního a obchodního rizika jsou stanoveny ve výši 11,96 %.

Model CAPM s expertním stanovením Beta koeficientu

Výpočet s expertním stanovením Beta koeficientu je proveden se zohledněním vybraných rizikových faktorů. Tyto faktory jsou bodově ohodnoceny.

Tab. 22. CAPM s expertním stanovením Beta koeficientu (vlastní)

Rizikový faktor	Hodnota	Body
Citlivost na změny hospodářského cyklu	Minimální citlivost	0,50
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	Síly jsou vyrovnané	1,00
Vyjednávací síla vůči odběratelům	Převaha podniku	0,50
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	Vysoký	1,50
Míra zadlužení	40 – 80 %	1,00
Velikost podniku	Střední	1,00
Územní diverzifikace	Značná	0,50
Výrobní diverzifikace	Značná	0,50
Odhad koeficientu Beta	0,81	

Koeficient Beta stanovený pomocí expertního odhadu má hodnotu 0,81.

Tab. 23. Náklady na VK (vlastní)

Ploška	Hodnota
Bezriziková výnosová míra	3,30 %
Riziková prémie	7,08 %
Odhad koeficientu Beta	0,81
Náklady na VK	9,05 %

Náklady vlastního kapitálu podle modelu CAPM se stanovením koeficientu Beta na základě expertního odhadu jsou stanoveny ve výši 9,05 %.

KOMPLEXNÍ STAVEBNICOVÁ METODA M&M A G&H

Další možností pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je použití komplexních stavebnicových metod Garnetta a Hilla nebo Maříka a Maříkové. Metoda M&M je upravena pro podmínky ČR. Následující tabulka znázorňuje výpočet nákladů na VK pomocí komplexních stavebnicových metod I a II s použitím programu Evalent.

Tab. 24. Komplexní stavebnicová metoda M&M a G&H (vlastní)

Pložka	Hodnota
Bezriziková výnosová míra	3,30 %
Horní mez rizikové prémie	3,00
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4,00
Riziková prémie dle KSM I (Mařík & Maříková)	3,27 %
Náklady na VK (M&M)	6,57 %
Riziková prémie dle KSM II (Garnett & Hill)	3,14 %
Náklady na VK (G&H)	6,44 %

Náklady vlastního kapitálu podle komplexních stavebnicových metod jsou stanoveny dle metody M&M ve výši 6,57 % a na základě metody G&H ve výši 6,44 %.

VÁŽENÉ PRŮMĚRNÉ NÁKLADY NA VLASTNÍ KAPITÁL

Vzhledem k nesourodnosti výsledků jednotlivých metod určených pro stanovení nákladů na vlastní kapitál jsem shrnula všechny výsledky do následující tabulky. Jednotlivým metodám jsem přiřadila váhy podle vypovídací schopnosti vstupních informací.

Tab. 25. Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál (vlastní)

Model	Váha	Nvk v 2. fázi
Znalost koef. Beta při nulovém zadlužení	1	8,26 %
Koef. Beta na základě obch. a fin. rizika	2	11,96 %
Expertní odhad koef. Beta	2	9,05 %
Komplexní stavebnicová metoda I (M&M)	2	6,57 %
Komplexní stavebnicová metoda II (G&H)	2	6,44 %
Vážený průměr nákladů na VK	9	8,48 %

Prvnímu modelu jsem přiřadila nižší váhu, jelikož vychází z údajů zjištěných za celé odvětví a není v něm dostatečně brána v úvahu konkrétní situace a specifické podmínky oceňované společnosti, jako je tomu u dalších metod. Následujícím dvěma metodám jsem přidělila váhu větší, jelikož tyto metody zohledňují specifické podmínky a konkrétní situaci podniku a vycházejí zejména z poznatků strategické a finanční analýzy a také z finančního

plánu oceňované společnosti. Komplexním stavebnicovým metodám jsem přiřadila rovněž váhu větší. Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál byla vypočtena váženým aritmetickým průměrem. Náklady na vlastní kapitál pro druhou fázi ocenění TOT a.s. podle váženého průměru výsledků jednotlivých metod činí **8,48 %**.

9.1.2 Náklady na cizí kapitál

V současné době společnost TOT a.s. nevyužívá žádné úročené cizí zdroje, ze kterých by plynuly náklady cizího kapitálu. Využití úročeného cizího kapitálu neplánuje ani do budoucích let. Z tohoto důvodu budou náklady na cizí kapitál stanoveny ve výši **0 %**.

9.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál – WACC

Dopočet vážených průměrných nákladů na kapitál v tomto případě není nutný, jelikož společnost TOT a.s. nemá žádný úročený cizí kapitál.

9.2 Provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný VH

Aby bylo možné ocenit společnost TOT a.s. vybranými výnosovými metodami, musíme v první řadě určit provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní hospodářský výsledek. Také je nutné rozdělit aktiva na provozně nutná a nenutná.

9.2.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Společnost TOT a.s. vlastní podíl ve společnosti E-Eko Malenovice s.r.o. Došlo k propojení jejich činností. Teplárna plánuje tyto podíly držet, tyto investice jí budou přinášet výnosy. Proto jsem se rozhodla hodnotu dlouhodobého finančního majetku v aktivech ponechat.

Součástí dlouhodobých pohledávek jsou jiné pohledávky, které ovšem nesouvisí s hlavní činností podniku, proto je třeba tyto pohledávky z oběžného majetku vyčlenit.

Krátkodobý finanční majetek TOT a.s. tvoří peníze a bankovní účty. Pro rozhodnutí o vyčlenění krátkodobého finančního majetku jsem využila poměrový ukazatel hotovostní likvidity. Krátkodobý finanční majetek bude uvažován za provozně potřebný v doporučené hodnotě tohoto ukazatele 0,15. Dosahovaná hotovostní likvidita společnosti je nižší ve

všech sledovaných letech, žádná úprava proto není provedena. Další položky oběžných aktiv souvisí s hlavní činností teplárny.

Tato vyčleněná aktiva budou později přičtena ke konečnému ocenění společnosti výnosovými metodami. Provozně nenutná aktiva budou oceněna samostatně na úrovni historické účetní hodnoty.

Čistý pracovní kapitál nutný k provozu zjistíme z oběžných aktiv provozně nutných snížených o krátkodobé neúročené závazky provozně nutné.

Jelikož dělíme aktiva na provozně nutná a nenutná, je nutné stanovit také kapitál investovaný do provozně potřebných aktiv. Celkový provozně nutný investovaný kapitál vypočítáme jako součet dlouhodobých operativních aktiv a provozně nutného čistého pracovního kapitálu.

Tab. 26. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu v tis. Kč (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	5 759	5 359	4 959	4 559	4 159
+ Dlouhodobý hmotný majetek	556 623	517 900	477 177	434 454	389 731
+ Dlouhodobý finanční majetek	300	300	300	300	300
Dlouhodobý majetek provozně nutný	562 682	523 559	482 436	439 313	394 190
+ Zásoby	42 780	56 922	59 000	61 153	63 385
+ Pohledávky	238 652	258 046	267 465	277 228	287 346
+ Provozně nutná výše peněz	1 684	19 624	27 140	28 130	29 157
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	1 885	1 885	1 885	1 885	1 885
- Krátkodobé závazky	168 096	174 561	180 932	187 536	194 381
- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	265	265	265	265	265
Pracovní kapitál provozně nutný	116 640	161 651	174 293	180 595	187 128
Investovaný kapitál provozně nutný	679 322	685 210	656 729	619 908	581 318

9.2.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný výsledek hospodaření je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. V korigovaném provozním výsledku hospodaření jsou započítány pouze pravidelně se vyskytující náklady a výnosy, které souvisí s provozními aktivy společnosti. Tvoří jej tedy rozdíl mezi výkony, výkonovou spotřebou a ostatními běžnými provozními náklady a výnosy.

Tab. 27. Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření v tis. Kč (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
+ Výkony	1 366 209	1 416 073	1 467 757	1 521 327
- Výkonová spotřeba	1 135 525	1 176 972	1 219 932	1 264 460
= Přidaná hodnota	230 684	239 101	247 825	256 867
- Osobní náklady	102 838	104 895	106 993	109 133
- Daně a poplatky	7 158	7 158	7 158	7 158
- Odpisy	89 123	91 123	93 123	95 123
- Ost. provozní položky (změna rezerv)	0	0	0	0
- Ost. prov. náklady	155 633	155 633	155 633	155 633
+ Ost. prov. výnosy	173 036	173 036	173 036	173 036
Korigovaný provozní VH	48 968	53 328	57 954	62 856

9.3 Ocenění TOT a.s. metodou diskontovaného cash-flow – DCF

9.3.1 Ocenění metodou DCF entity (Free Cash Flow to Firm – FCFF)

Základem metody diskontovaného FCFF je, že vychází z budoucích peněžních toků jak pro vlastníky, tak pro věřitele, které jim bude společnost vytvářet. Použitím této metody získáme hodnotu podniku jako celku. Diskontní míra je brána na úrovni WACC. V případě společnosti TOT a.s. jsou WACC totožné s náklady na vlastní kapitál. Samotný výpočet je proveden ve dvou fázích. První fáze zahrnuje peněžní toky stanovené v období plánu. Druhou fází je období od prvního roku, který následuje po plánovaném období, do nekonečna, tzv. pokračující hodnota. Pokračující hodnota bude určena pomocí Parametrického a Gordonova vzorce.

Pro ocenění pomocí dvoufázové metody DCF je nejprve nutné vypočítat volné peněžní toky, které v jednotlivých letech prognózovaného období společnosti plynou. Volné peněžní toky vypočítáme tak, že ke korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po zdanění přičteme odpisy a odečteme investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a investice do provozně nutného pracovního kapitálu.

Odpisy je v tomto případě možné převzít v plné výši z plánovaného výkazu zisku a ztráty, jelikož se celé vztahují k provoznímu majetku.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou vypočítány jako změna výše provozně nutného dlouhodobého majetku za daný rok plus odpisy. Takto stanovené investice pak do tabulky dosadíme s opačným znaménkem.

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu jsou vypočítány stejným způsobem. Investice do navýšení provozně nutného pracovního kapitálu snižují volný peněžní tok, z toho důvodu opět investici dosadíme do tabulky s opačným znaménkem.

Tab. 28. Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele – FCFF (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní VH	48 968	53 328	57 954	62 856
Upravená daň	9 304	10 132	11 011	11 943
Korigovaný provozní VH po dani	39 664	43 196	46 943	50 914
Odpisy	89 123	91 123	93 123	95 123
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-45 011	-12 641	-6 303	-6 533
Volný peň. tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)	33 776	71 678	83 763	89 504

Hodnota první fáze, která je zjištěna jako součet diskontovaných plánovaných volných peněžních toků v letech 2013 až 2016, je 222 292 tis. Kč. Jako diskontní míra jsou použity náklady vlastního kapitálu ve výši 8,48 %.

Tab. 29. Stanovení hodnoty první fáze pro metodu DCF entity (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
FCFF	33 776	71 678	83 763	89 504
Diskontní míra	8,48 %	8,48 %	8,48 %	8,48 %
Odúročitel pro diskontní míru 8,48 %	0,9218	0,8498	0,7833	0,7221
Diskontované FCFF k 1. 1. 2013	31 136	60 909	65 615	64 631
Hodnota první fáze k 1. 1. 2013	222 292			

Hodnota druhé fáze představuje součet budoucích peněžních toků od roku 2017 do nekonečna. Konkrétní hodnotu peněžních toků pro toto období není možné naplánovat. Hodnotu druhé fáze tedy můžeme určit pomocí Parametrického a Gordonova vzorce.

HODNOTA DRUHÉ FÁZE STANOVENÁ POMOCÍ PARAMETRICKÉHO VZORCE

Ke stanovení hodnoty druhé fáze s použitím Parametrického vzorce je nutné určit korigovaný zisk pro rok 2017, dále investice netto pro rok 2017, míru investic a rentabilitu investic netto. Tempo růstu pro druhou fázi bylo stanoveno ve výši 3,65 %. Při určení tohoto tempa růstu byla brána v úvahu rentabilita vlastního kapitálu společnosti, vývoj hrubého domácího produktu ČR a výsledky strategické analýzy při odhadu tempa růstu relevantního trhu.

$$KPVH_{2017} = KPVH_{2016} \times (1 + g) = 50\,914 \times 1,0365 = 52\,772 \text{ tis. Kč}$$

$$I_{\text{netto } 2017} = K_{2016} \times g = 581\,318 \times 0,0365 = 21\,218 \text{ tis. Kč}$$

$$m_1 = \frac{I_{\text{netto } 2017}}{KPVH_{2017}} = \frac{21\,218}{52\,772} = 40,21 \%$$

$$r_1 = \frac{g}{m_1} = \frac{0,0365}{0,4021} = 9,08 \%$$

Po zjištění všech hodnot nyní dosadíme do Parametrického vzorce.

$$PH = \frac{KPVH_{2017} \times \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} = \frac{52\,772 \times \left(1 - \frac{0,0365}{0,0908}\right)}{0,0848 - 0,0365} = 653\,297 \text{ tis. Kč}$$

HODNOTA DRUHÉ FÁZE STANOVENÁ POMOCÍ GORDONOVA VZORCE

Pro výpočet druhé fáze pomocí Gordonova vzorce je nutné vypočítat FCFF pro rok 2017.

$$FCFF_{2017} = KPVH_{2017} - Investice_{netto}_{2017} = 52\,772 - 21\,218 = 31\,554 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{FCFF_{2017}}{i_k - g} = \frac{31\,554}{0,0848 - 0,0365} = 653\,297 \text{ tis. Kč}$$

Výsledek je shodný s použitím obou vzorců, tedy 653 297 tis. Kč.

Neprovozní majetek k datu ocenění tvoří dlouhodobé jiné pohledávky a to ve výši 234 tis. Kč.

Tab. 30. Výsledná hodnota vlastního kapitálu s použitím metody DCF entity (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	222 292
Současná hodnota 2. fáze (PH/1,0848 ⁴)	471 750
Provozní hodnota netto	694 042
Neprovozní majetek k datu ocenění	234
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle DCF entity	694 276

Z tabulky vyplývá, že provozní hodnotu netto tvoří součet hodnot první a druhé fáze. Přičtením neprovozního majetku získám výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti TOT a.s. k 1. 1. 2013, tedy 694 276 tis. Kč. Výsledná hodnota podniku a hodnota vlastního kapitálu jsou totožné, jelikož TOT a.s. nemá žádný úročený kapitál. Svou činnost financuje převážně vlastním kapitálem.

9.3.2 Ocenění metodou DCF equity (Free Cash Flow to Equity – FCFE)

Tato metoda je postavena na kumulaci peněžních toků plynoucích pouze vlastníkům společnosti, nikoliv věřitelům. Jejich diskontováním získáme tedy přímo hodnotu vlastního kapitálu – hodnotu podniku netto. Diskontní míru představují náklady na vlastní kapitál.

Tab. 31. Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky – FCFE (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní VH	48 968	53 328	57 954	62 856
Upravená daň	9 304	10 132	11 011	11 943
Korigovaný provozní VH po dani	39 664	43 196	46 943	50 914
Odpisy	89 123	91 123	93 123	95 123
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-45 011	-12 641	-6 303	-6 533
FCF na úrovni podniku (entity)	33 776	71 678	83 763	89 504
Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít	0	0	0	0
Splátky úročeného cizího kapitálu	0	0	0	0
Nově přijatý úvěr	0	0	0	0
Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)	33 776	71 678	83 763	89 504

Hodnota první fáze je ve stejné výši jako u metody DCF entity a činí 222 292 tis. Kč.

Jelikož společnost TOT a.s. nemá žádné úročené závazky a z nich vyplývající náklady, tak zjištěná hodnota pro vlastníky pomocí metody DCF equity bude totožná s vypočítanou hodnotou pro vlastníky a věřitele s použitím DCF entity. Hodnota vlastního kapitálu společnosti tedy opět činí 694 276 tis. Kč.

9.4 Ocenění TOT a.s. metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů znázorňuje nejjednodušší model, na základě kterého se dá určit hodnota společnosti. Podstata této metody spočívá v odvození hodnoty vlastního kapitálu od trvale odnímatelných čistých výnosů. Ty je možné vypočítat z minulých hospodářských výsledků – metoda paušální nebo na základě budoucích výsledků hospodaření – metoda analytická. Ve své diplomové práci využiji k výpočtu hodnoty vlastního kapitálu společnosti TOT a.s. metodu paušální. Diskontní sazba je použita na úrovni nákladů vlastního kapitálu.

9.4.1 Ocenění paušální metodou KČV (ocenění minulých období)

V případě této metody vypočítáme trvalý odnímatelný čistý výnos jako vážený průměr minulých upravených čistých výnosů. Nejnižší váhy jsou přiřazeny nejstaršímu analyzovanému období v historii a nejvyšší váhy naopak nejnovějšímu období historie. Hodnota vlastního kapitálu je zjištěna podílem váženého odnímatelného čistého výnosu a diskontní míry.

Tab. 32. Výpočet upraveného výsledku hospodaření (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Výsledek hospodaření před zdaněním	13 140	73 622	10 388	-14 180	148 614
+ Odpisy	82 078	82 405	86 272	85 674	84 120
- Finanční výnosy	3 599	1 175	206	77	142
+ Finanční náklady	4 862	3 084	2 116	1 774	1 158
- Tržby z prodeje DM a materiálu	6 959	36 828	132 644	73 848	77 240
+ Zůstatková cena prod. DM a mat.	8 457	36 410	128 750	77 372	44 807
+ Mimořádné náklady	22 091	0	0	0	0
Upravený výsl. hosp. UVH před odpisy	120 070	157 518	94 676	76 715	201 317
Cenový index řetězový	1,063	1,010	1,015	1,019	1,033
Cen. index bazický vztažený k r. 2012	0,927	0,936	0,950	0,968	1,000
UVH upravený o inflaci	111 305	147 437	89 942	74 260	201 317
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci x váhy	111 305	294 874	269 827	297 040	1 006 585

Následující tabulka zobrazuje finální výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti TOT a.s. pomocí paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů.

Tab. 33. Výsledná hodnota vlastního kapitálu s použitím metody KČV (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	131 975
Odpisy z reprodukčních cen	84 000
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	47 975
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	47 855
Daň	9 093
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	38 883
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,00 %
Kalkulovaná úroková míra (N_{VK} bez inflace)	6,48 %
Provozní výnosová hodnota	600 044
Neprovozní majetek k datu ocenění	234
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle KČV	600 278

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti TOT a.s. stanovená pomocí paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů činí 600 278 tis. Kč. Tuto hodnotu můžeme považovat za určitý dolní odhad výnosové hodnoty společnosti TOT a.s., jelikož je výsledná hodnota vlastního kapitálu nižší, než hodnoty vlastního kapitálu teplárny vypočítané pomocí metody DCF nebo pomocí metody EVA. Jedná se o ocenění současného potenciálu teplárny, které nezachycuje budoucí růstové příležitosti.

9.5 Ocenění TOT a.s. metodou ekonomické přidané hodnoty – EVA

Ocenění TOT a.s. metodou EVA bude provedeno na základě znalosti ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech plánovaného období, ze kterých se vypočítá hodnota EVA v první fázi. Diskontní míra je použita na úrovni WACC, které se v případě TOT a.s. rovnají nákladům vlastního kapitálu.

Ke stanovení ekonomické přidané hodnoty je potřebné vymezit čistá operační aktiva NOA, která odpovídají provozně nutnému investovanému kapitálu a operační výsledek hospodaření po dani NOPAT, který odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po dani.

Tab. 34. Výpočet EVA pro první fázi (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
NOPAT	94 914	39 664	43 196	46 943	50 914
NOA	679 322	685 210	656 729	619 908	581 318
WACC x NOA _{t-1}		57 607	58 106	55 691	52 568
EVA		-17 942	-14 910	-8 748	-1 655
Odúročitel pro diskontní míru 8,48 %		0,9218	0,8498	0,7833	0,7221
Diskontovaná EVA		-16 540	-12 670	-6 852	-1 195
Hodnota první fáze k 1. 1. 2013		-37 257			

Kumulovaná EVA má pro první fázi hodnotu -37 257 tis. Kč. Z tabulky vyplývá, že EVA je ve všech letech plánu záporná, tudíž společnost netvoří hodnotu pro své vlastníky. S postupem času ovšem EVA roste a v roce 2017 již dosáhne kladných hodnot.

Předpoklady, kterými jsou tempo růstu, míra investic netto a rentabilita investic netto, jež byly stanoveny pro účely ocenění metodou DCF, musí platit i při použití metody EVA.

Pro výpočet EVA v prvním roce druhé fáze 2017 je nutné nejdříve vypočítat NOPAT roku 2017. K výpočtům byl využit program MS Excel a všechny výsledky jsou nezaokrouhlené.

$$\text{NOPAT}_{2017} = \text{NOPAT}_{2016} \times (1 + g) = 50\,914 \times 1,0365 = 52\,772 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{EVA}_{2017} = \text{NOPAT}_{2017} - \text{NOA}_{2016} \times \text{WACC} = 52\,772 - 581\,318 \times 0,0848$$

$$= 3\,477 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{PH} = \frac{\text{EVA}_{2017}}{\text{WACC} - g} = \frac{3\,477}{0,0848 - 0,0365} = 71\,979 \text{ tis. Kč}$$

Tab. 35. Výsledná hodnota vlastního kapitálu s použitím metody EVA (vlastní)

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	-37 257
Současná hodnota 2. fáze (PH/1,0848 ⁴)	51 977
MVA	14 720
NOA k datu ocenění	679 322
Provozní hodnota brutto	694 042
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	694 042
Neprovozní majetek k datu ocenění	234
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle EVA	694 276

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti TOT a.s. stanovená pomocí metody ekonomické přidané hodnoty činí, stejně jako u metody DCF, 694 276 tis. Kč. Důvodem pro zjištění stejné hodnoty vlastního kapitálu teplárny oběma metodami je rovnost vážených průměrných nákladů kapitálu s náklady na vlastní kapitál.

Z uvedených výpočtů můžeme vyvodit, že z provozní hodnoty brutto je již v podniku vytvořeno 679 322 tis. Kč a 14 720 tis. Kč tvoří přidaná hodnota vytvořená v budoucnu.

V této chvíli již máme k dispozici výsledky jednotlivých výnosových metod oceňování. Každé metodě přiřadíme určitou váhu, kterou se bude podílet na konečném výsledku stanovení hodnoty oceňované společnosti TOT a.s.

9.6 Souhrnné ocenění společnosti TOT a.s.

K ocenění společnosti TOT a.s. bylo využito více výnosových metod oceňování. Protože bylo použitými metodami dosaženo rozdílných výsledků, jelikož metody vychází z jiných základů, je třeba zjistit jednu výslednou hodnotu podniku. Souhrnná tržní hodnota společnosti TOT a.s. je stanovena jako vážený průměr jednotlivých hodnot zjištěných na základě předešlých výpočtů. Jednotlivým metodám jsem přidělila váhy, které znázorňují významnost oceňovacích metod. Nejvyšší váhy přikládám na základě analýzy vstupních informací oceňované společnosti metodám, které jsou založeny na budoucích peněžních tocích – DCF entity, DCF equity a EVA. Tyto metody vystihují budoucí výnosový potenciál teplár-

ny. Při přidělování vah jsem zohlednila i strategický finanční plán společnosti. Nejnižší váhu jsem přiřadila paušální metodě KČV, která je postavena na kapitalizaci zisku a na historických výkazech, nebere tak v úvahu budoucí výnosový potenciál podniku.

Tab. 36. Výsledná hodnota VK TOT a.s. dle výnosových metod oceňování (vlastní)

Oceňovací metoda	Hodnota VK v tis. Kč	Váha	Hodnota VK v tis. Kč x váha
DCF entity	694 276	2	1 388 552
DCF equity	694 276	2	1 388 552
EVA	694 276	2	1 388 552
KČV	600 278	1	600 278
Výsledná hodnota VK k 1. 1. 2013			680 848

Pomocí vybraných výnosových metod oceňování jsem výslednou tržní hodnotu společnosti Teplárna Otrokovice a.s. stanovila k 1. 1. 2013 ve výši 680 848 tis. Kč.

Informace o hodnotě podniku může mít podobu jednoho čísla, stejně tak na ni může být pohlíženo jako na interval hodnot. V tom případě nejvyšší hranici ocenění představuje výsledek získaný pomocí metod DCF a EVA. Obě tyto metody by měly dát při správném postupu stejný výsledek. Shoda výsledků poslouží jako kontrolní informace a přispěje ke zvýšení reálnosti a přesnosti ocenění. Naopak dolní limit výsledného ocenění by představovala likvidační hodnota. Zjištěné výnosové hodnoty jsou ovšem vyšší a společnost TOT a.s. má proto perspektivu. Dolním limitem výnosového ocenění je výsledek paušální metody KČV. Tato metoda zobrazuje výnosový potenciál existující ve společnosti k datu ocenění. Kladný rozdíl mezi výsledky ocenění pomocí paušální metody KČV a oceněním podle metody DCF a EVA, který činí 93 998 tis. Kč, lze pokládat za ocenění budoucích růstových příležitostí teplárny.

9.7 Analýza citlivosti

Na závěr mé diplomové práce provedu analýzu citlivosti. Jako první budu zjišťovat závislost diskontní míry na hodnotě vlastního kapitálu TOT a.s. a v druhém kroku závislost tempa růstu na hodnotě vlastního kapitálu teplárny zjištěné pomocí jednotlivých metod.

V případě, že snížím diskontní míru o 10 %, tj. z 8,48 % na 7,63 %, tak vzroste hodnota pro vlastníky u metody DCF a EVA o 17,79 %, čili o 123 544 tis. Kč. U metody KČV je to o 15,05 %, tedy o 90 348 tis. Kč.

Opačně je tomu, jestliže zvýším diskontní míru o 10 %, tj. z 8,48 % na 9,33 %, klesne výsledná hodnota pro vlastníky u metody DCF a EVA o 12,59 %, čili o 87 441 tis. Kč. U metody KČV je to o 11,57 %, tedy o 69 437 tis. Kč.

Tab. 37. Analýza citlivosti na diskontní míru (vlastní)

Oceňovací metoda	WACC původní	WACC nižší o 10 %	WACC vyšší o 10 %
	8,48 %	7,63 %	9,33 %
DCF entity	694 276	817 820	606 835
DCF equity	694 276	817 820	606 835
EVA	694 276	817 820	606 835
KČV	600 278	690 626	530 841

Jestliže snížím tempo růstu o 10 %, tj. z 3,65 % na 3,29 %, klesne hodnota pro vlastníky u metody DCF a EVA o 0,90 %, čili o 6 235 tis. Kč. Změna tempa růstu nemá na metodu KČV žádný vliv.

V případě, že naopak zvýším tempo růstu o 10 %, tj. z 3,65 % na 4,02 %, vzroste hodnota pro vlastníky u metody DCF a EVA o 1,04 %, tedy o 7 254 tis. Kč.

Tab. 38. Analýza citlivosti na tempo růstu (vlastní)

Oceňovací metoda	Tempo růstu původní	Tempo růstu nižší o 10 %	Tempo růstu vyšší o 10 %
	3,65 %	3,29 %	4,02 %
DCF entity	694 276	688 041	701 530
DCF equity	694 276	688 041	701 530
EVA	694 276	688 041	701 530
KČV	600 278	600 278	600 278

Z provedené analýzy citlivosti vyplývá, že citlivost hodnoty vlastního kapitálu na diskontní míru je větší než na tempo růstu. Z toho je zřejmý závěr, že je nutné klást velký důraz na

volbu správné diskontní míry, jelikož každý desetinný bod může změnit hodnotu vlastního kapitálu oceňované společnosti.

Každý projekt s sebou nese určitá rizika, stejně je tomu i v případě projektu ocenění společnosti. Problematika oceňování podniku je velmi rozsáhlá a je značně obtížné nalézt jednoznačně správný výsledek o hodnotě firmy. Mezi největší rizika patří například nedostatečné či nekvalitní vstupní informace pro zpracování strategické a finanční analýzy. Dále nesprávná prognóza relevantního trhu či špatný odhad tempa růstu trhu, automatické přebírání podnikových plánů od managementu společnosti, kde mohou být plánované položky nadhodnoceny či podhodnoceny a v neposlední řadě výše zmiňovaná nesprávně stanovená diskontní míra v podobě nákladů na kapitál. Každý oceňovatel by si měl být vědom své odpovědnosti za výrok o hodnotě podniku, neměl by se nechat ovlivnit vedením společnosti a měl by využít veškerých svých znalostí a zkušeností z praxe oceňovatele k nalezení co nejrealnější hodnoty podniku.

ZÁVĚR

Cílem mého diplomového projektu s názvem „Projekt stanovení hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. pomocí vybraných výnosových metod oceňování“ bylo určení tržní hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. k 1. 1. 2013.

V teoretické části byla popsána problematika týkající se oceňování podniku, byly vymezeny základní pojmy, postup ocenění společnosti a metody oceňování. Důraz byl kladen zejména na oceňovací metody výnosové, pomocí nichž byla stanovena hodnota dané společnosti.

Úvodem praktické části byla charakteristika společnosti Teplárna Otrokovice a.s. Na základě nastudované teoretické části byla následně v praktické části provedena strategická analýza relevantního trhu a zhodnocena konkurenceschopnost oceňované společnosti, PEST analýza a SWOT analýza. V rámci strategické analýzy jsem společnost TOT a.s. zařadila dle klasifikace ekonomických činností CZ NACE do sekce D kategorie 35 – Výroba a rozvod elektřiny, plynu a tepla, vymezila jsem její relevantní trh a provedla jeho prognózu. Trh lze s ohledem na provedenou analýzu atraktivity odvětví charakterizovat jako mírně podprůměrně atraktivní s ohodnocením 43 %. Z analýzy konkurenční síly podniku vyplynulo, že je TOT a.s. nad průměrem konkurentů ve výši 74 % a disponuje předpokladem zvyšování svého tržního podílu. Konkurence je v regionu Otrokovice – Zlín – Napajedla v oblasti podnikání teplárny prakticky nulová. Negativním příznakem ovšem je závislost teplárny na největších odběratelích. Největšími zákazníky teplárny jsou společnosti Barum Continental spol. s r.o., TOMA, a.s. a Fatra, a.s., jejichž případné ukončení spolupráce by mělo pro TOT a.s. fatální následky. Dopad na hospodaření podniku by byl obrovský, neboť tyto společnosti dohromady vytváří 73 % tržeb za teplo. V případě, že by se společnost Barum Continental spol. s r.o. rozhodla vybudovat si vlastní zdroj tepla a elektřiny, o čemž se již mnohokrát uvažovalo, ztráta takového zákazníka by byla pro teplárnu likvidační.

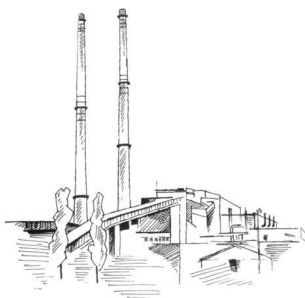
Další částí diplomové práce byla finanční analýza a zhodnocení finančního zdraví analyzované společnosti. Provedla jsem vertikální a horizontální analýzu rozvahy i výkazu zisku a ztráty, taktéž analýzu poměrových a souhrnných ukazatelů. TOT a.s. vykazovala ve všech sledovaných letech kladný provozní i celkový hospodářský výsledek s výjimkou roku 2011, kdy dosáhla ztráty, která byla způsobena vysokými náklady na plánovanou generální

opravu kotle K4 a naproti tomu nedostatečným navýšením výnosů. Společnost upřednostňuje financování z vlastních zdrojů. Během sledovaného období neměla TOT a.s. žádné bankovní úvěry. Další analyzované položky, zejména pohledávky a závazky vykazují pozitivní vývoj. Doba obratu závazků totiž převyšuje dobu obratu pohledávek a podnik tak dostává zapláceno od svých zákazníků dříve, než musí hradit své závazky. Výjimku tvoří pouze poslední analyzovaný rok. Hodnoty ukazatelů rentability jsou kladné, s výjimkou roku 2011, což poukazuje na příznivou finanční situaci firmy. Z provedené strategické a finanční analýzy vyplývá, že podnik dosahuje přijatelné perspektivy a splňuje základní podmínku pro použití výnosových metod oceňování, kterou je předpoklad neomezeného trvání společnosti. Na základě výsledků těchto analýz poté následovalo zpracování strategického finančního plánu na období čtyř let.

Projektová část se zabývá samotným oceněním společnosti TOT a.s. pomocí vybraných výnosových metod oceňování. V první řadě jsem stanovila diskontní míru pomocí softwarového programu Evalent. Ke stanovení nákladů vlastního kapitálu jsem využila několika metod, kterým jsem přidělila váhy podle vypovídací schopnosti vstupních informací. Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál byla zjištěna váženým průměrem jednotlivých metod. Vážené průměrné náklady na kapitál byly stanoveny ve stejné výši jako náklady na vlastní kapitál, jelikož podnik nemá v plánovaném období žádné úročené závazky.

Ke stanovení tržní hodnoty společnosti Teplárna Otrokovice a.s. jsem využila oceňovací metodu diskontovaných peněžních toků entity a equity, paušální metodu kapitalizovaných čistých výnosů a metodu ekonomické přidané hodnoty. Tržní hodnota Teplárny Otrokovice a.s. byla stanovena jako vážený průměr jednotlivých výnosových metod. Každé z metod byla přidělena váha dle významnosti.

Tržní hodnota společnosti Teplárna Otrokovice a.s. byla stanovena výnosovými metodami k 1. 1. 2013 ve výši **680 848 tis. Kč**. Cíl této diplomové práce, který byl vytyčen v úvodu, byl splněn.



SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

COPELAND, Thomas E., KOLLER, Tim a Jack MURRIN, 2000. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3rd ed. New York: John Wiley & Sons, 490 s. ISBN 0471361-90-9.

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2008. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5.

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COMMITTEE, 2003. *International Valuation Standards*. 6. vyd. London: International Valuation Standards Committee, 459 s. ISBN 0-922154-75-9.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš, 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš, 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 206 s. ISBN 80-86119-09-2.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2001. *Diskontní míra v oceňování*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, Institut oceňování majetku, 101 s. ISBN 80-245-0228-3.

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

MLČOCH, Jan, 1998. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 159 s. ISBN 80-7201-145-6.

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

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2011. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Internetové zdroje:

Český statistický úřad. *Czso.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-02-20]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp_narodni_ucty

Český statistický úřad. *Czso.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_\(cz_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace))

Damodaran. *Damodaran.com* [online]. 2013 [cit. 2013-03-11]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Damodaran. *Damodaran.com* [online]. 2013 [cit. 2013-03-22]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Justice. eJustice – oficiální server českého soudnictví. *Justice.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-11]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-subjektu/>

Měnová statistika ČNB. *Cnb.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/menova_stat_publ/2013/menstat_1302_CS.pdf

Ministerstvo financí ČR. *Mfcr.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q2_Tabulky-grafy-C1.pdf

Ministerstvo financí ČR. *Mfcr.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-04-08]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/34-kolokvium_2012-11.pdf

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. *Mpo.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-13]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/>

Standard IDW S1. *Rsf.unigreifswald.de* [online]. 2000 [cit. 2013-02-12]. Dostupné z: http://www.rsf.uni-greifswald.de/fileadmin/mediapool/lehrstuehle/matschke/Standard_IDW__S_1-2000.pdf

Teplárna Otrokovice. *Tot.cz* [online]. 2007 [cit. 2013-02-02]. Dostupné z: <http://tot.cz/cs/index.html>

Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník. *Zakony-online.cz* [online]. 2012 [cit. 2013-02-12]. Dostupné z: <http://zakony-online.cz/>

Ostatní zdroje:

Interní materiály společnosti

Manuál k softwarovým programům Evalent a Stratex R

Výroční zprávy společnosti Teplárna Otrokovice a.s. z let 2012, 2011, 2010, 2009

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

C	Celkový kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Peněžní tok
CK	Cizí kapitál
CZ NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	Diskontovaný peněžní tok
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
HV	Hospodářský výsledek
i	Diskontní míra
K	Provozně nutný investovaný kapitál
KČV	Kapitalizovaný čistý výnos
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KSM	Komplexní stavebnicová metoda

MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
MPO ČR	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
MVA	Hodnota přidaná trhem
N _{CK}	Náklady na cizí kapitál
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý operativní výsledek hospodaření
N _{VK}	Náklady na vlastní kapitál
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
PEST	Analýza politických, ekonomických, sociálních a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
TOT	Teplárna Otrokovice
UVH	Upravený výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Proces stanovení hodnoty podniku (Mařík, 2011).....	23
Obr. 2. Vnější a vnitřní vstupní informace (Kislingerová, 2001).....	24
Obr. 3. Postup strategické analýzy (Mařík, 2011)	26
Obr. 4. Postup souhrnného ocenění podniku (Mařík, 1998).....	43
Obr. 5. Společnost Teplárna Otrokovice a.s. (vlastní).....	45
Obr. 6. Organizační schéma TOT a.s. (Interní materiály společnosti).....	47
Obr. 7. Struktura výsledku hospodaření společnosti TOT a.s. v tis. Kč (vlastní).....	68
Obr. 8. Vývoj výsledku hospodaření společnosti TOT a.s. v tis. Kč (vlastní).....	68
Obr. 9. Vývoj ČZ, EBT, EBIT a EBITDA společnosti TOT a.s. v tis. Kč (vlastní).....	69

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity (Mařík, 2011)	33
Tab. 2. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (Mařík, 2011).....	33
Tab. 3. Výpočet volného peněžního toku metodou DCF equity (Mařík, 2011)	34
Tab. 4. Výpočet EVA entity (Mařík, 2011)	38
Tab. 5. Zařazení TOT a.s. podle klasifikace CZ NACE (vlastní dle ČSÚ, 2013)	49
Tab. 6. Vývoj HDP v ČR ve stálých cenách (vlastní dle ČSÚ, 2013).....	52
Tab. 7. Profil konkurenční síly společnosti TOT a.s. (vlastní dle Maříka, 2011).....	55
Tab. 8. Analýza atraktivity relevantního trhu (vlastní dle Maříka, 2011).....	58
Tab. 9. Vývoj regionálního relevantního trhu (vlastní dle MPO, 2013).....	60
Tab. 10. Vývoj relevantního trhu a tržního podílu společnosti TOT a.s. (vlastní)	61
Tab. 11. Prognóza tržeb společnosti TOT a.s. na roky 2013 až 2016 v tis. Kč (vlastní).....	61
Tab. 12. Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti TOT a.s. v tis. Kč (vlastní)	70
Tab. 13. Vývoj ukazatelů zadluženosti ve společnosti TOT a.s. (vlastní).....	70
Tab. 14. Vývoj ukazatelů rentability ve společnosti TOT a.s. (vlastní).....	71
Tab. 15. Vývoj ukazatelů likvidity ve společnosti TOT a.s. (vlastní)	72
Tab. 16. Vývoj ukazatelů aktivity ve společnosti TOT a.s. (vlastní).....	73
Tab. 17. Vývoj ukazatele Z – skóre ve společnosti TOT a.s. (vlastní).....	75
Tab. 18. Vývoj Indexu IN01 ve společnosti TOT a.s. (vlastní)	75
Tab. 19. Vývoj přidané hodnoty ve společnosti TOT a.s. (vlastní)	76
Tab. 20. CAPM se znalostí Beta koeficientu při nulovém zadlužení (vlastní).....	86
Tab. 21. CAPM se stanovením Beta koeficientu dle fin. a obch. rizika (vlastní).....	87
Tab. 22. CAPM s expertním stanovením Beta koeficientu (vlastní)	88
Tab. 23. Náklady na VK (vlastní)	88
Tab. 24. Komplexní stavebnicová metoda M&M a G&H (vlastní)	89
Tab. 25. Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál (vlastní)	89
Tab. 26. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu v tis. Kč (vlastní)	91
Tab. 27. Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření v tis. Kč (vlastní)	92
Tab. 28. Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele – FCFF (vlastní).....	93
Tab. 29. Stanovení hodnoty první fáze pro metodu DCF entity (vlastní).....	94
Tab. 30. Výsledná hodnota vlastního kapitálu s použitím metody DCF entity (vlastní).....	95
Tab. 31. Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky – FCFE (vlastní)	96

Tab. 32. Výpočet upraveného výsledku hospodaření (vlastní)	97
Tab. 33. Výsledná hodnota vlastního kapitálu s použitím metody KČV (vlastní)	98
Tab. 34. Výpočet EVA pro první fázi (vlastní).....	99
Tab. 35. Výsledná hodnota vlastního kapitálu s použitím metody EVA (vlastní).....	100
Tab. 36. Výsledná hodnota VK TOT a.s. dle výnosových metod oceňování (vlastní).....	101
Tab. 37. Analýza citlivosti na diskontní míru (vlastní)	102
Tab. 38. Analýza citlivosti na tempo růstu (vlastní).....	102

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Fotografie Teplárny Otrokovice a.s.
- P II Rozvaha
- P III Výkaz zisku a ztráty
- P IV Plánovaná rozvaha
- P V Plánovaný výkaz zisku a ztráty
- P VI Plánovaný výkaz peněžních toků
- P VII Finanční analýza plánovaných výkazů

PŘÍLOHA P I: FOTOGRAFIE TEPLÁRNY OTROKOVICE A.S.



PŘÍLOHA P II: ROZVAHA

Položka v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	932 012	983 558	914 471	840 047	847 956
Dlouhodobý majetek	789 850	737 648	675 343	616 119	562 682
Dlouhodobý nehmotný majetek	26 466	23 322	7 281	5 820	5 759
Dlouhodobý hmotný majetek	763 384	714 326	668 013	610 250	556 623
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	49	49	300
Oběžná aktiva	131 025	237 967	234 323	222 155	283 389
Zásoby	31 663	56 564	60 716	52 796	42 780
Dlouhodobé pohledávky	402	369	535	692	273
Krátkodobé pohledávky	92 175	179 941	172 058	167 715	238 652
Krátkodobý finanční majetek	6 785	1 093	1 014	952	1 684
Časové rozlišení	11 137	7 943	4 805	1 773	1 885
Pasiva celkem	932 012	983 558	914 471	840 047	847 956
Vlastní kapitál	655 657	700 501	492 835	468 376	579 630
Základní kapitál	370 671	370 671	370 671	370 671	370 671
Kapitálové fondy	2 687	2 687	2 687	2 687	2 687
Rezervní fondy	108 100	108 702	111 095	111 478	72 888
VH minulých let	162 161	170 589	724	253	11 820
VH běžného období	12 038	47 852	7 658	-16 713	121 564
Cizí zdroje	276 330	283 057	421 636	371 671	268 061
Rezervy	11 681	12 198	60 847	13 335	53 309
Dlouhodobé závazky	65 341	70 511	55 954	54 426	46 656
Krátkodobé závazky	154 208	200 348	304 835	303 910	168 096
Bankovní úvěry a výpomoci	45 100	0	0	0	0
Časové rozlišení	25	0	0	0	265

PŘÍLOHA P III: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Položka v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
Výkony	936 527	1 203 619	1 216 187	1 114 396	1 318 429
Tržby z prodeje vl. výr. a služeb	936 515	1 203 600	1 216 159	1 114 315	1 318 020
Aktivace	12	19	28	81	409
Tržby z prodeje DM a materiálu	6 959	36 828	132 644	73 848	77 240
Ostatní provozní výnosy	269 045	153 994	190 610	209 060	137 012
Výnosy z dl. finančního majetku	0	0	0	6	19
Výnosové úroky	3 133	820	174	3	99
Ostatní finanční výnosy	466	355	32	74	43
Výnosy celkem	1 216 130	1 395 616	1 539 647	1 397 387	1 532 842
Výkonová spotřeba	710 938	962 368	1 086 117	993 816	1 015 651
Osobní náklady	89 383	93 275	94 653	90 529	101 532
Daně a poplatky	4 696	3 453	4 331	7 805	7 158
Odpisy	82 078	82 405	86 272	85 674	84 120
ZC prodaného DM a materiálu	8 457	36 410	128 750	77 372	44 807
Změna stavu rezerv a OP	-20 485	3 264	52 531	-47 368	20 501
Ostatní provozní náklady	300 970	137 735	74 489	201 965	109 301
Nákladové úroky	4 369	914	1 576	1 044	587
Ostatní finanční náklady	493	2 170	540	730	571
Daň z příjmů	1 102	25 770	2 730	2 533	27 050
Mimořádné náklady	22 091	0	0	0	0
Náklady celkem	1 204 092	1 347 764	1 531 989	1 414 100	1 411 278

PŘÍLOHA P IV: PLÁNOVANÁ ROZVAHA

Položka v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
Aktiva celkem	860 309	896 928	936 694	979 738
Dlouhodobý majetek	523 559	482 436	439 313	394 190
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 359	4 959	4 559	4 159
Dlouhodobý hmotný majetek	517 900	477 177	434 454	389 731
Dlouhodobý finanční majetek	300	300	300	300
Oběžná aktiva	334 865	412 607	495 496	583 663
Zásoby	56 922	59 000	61 153	63 385
Dlouhodobé pohledávky	273	273	273	273
Krátkodobé pohledávky	258 046	267 465	277 228	287 346
Krátkodobý finanční majetek	19 624	85 869	156 842	232 658
Časové rozlišení	1 885	1 885	1 885	1 885
Pasiva celkem	860 309	896 928	936 694	979 738
Vlastní kapitál	595 518	635 766	678 928	725 127
Základní kapitál	370 671	370 671	370 671	370 671
Kapitálové fondy	2 687	2 687	2 687	2 687
Rezervní fondy	72 888	72 888	72 888	72 888
VH minulých let	96 915	133 565	172 733	214 697
VH běžného období	52 357	55 955	59 949	64 184
Cizí zdroje	264 526	260 897	257 501	254 346
Rezervy	53 309	53 309	53 309	53 309
Dlouhodobé závazky	36 656	26 656	16 656	6 656
Krátkodobé závazky	174 561	180 932	187 536	194 381
Časové rozlišení	265	265	265	265

PŘÍLOHA P V: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Položka v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
Výkony	1 366 209	1 416 073	1 467 757	1 521 327
Tržby z prodeje vl. výrobků a služeb	1 366 128	1 415 992	1 467 676	1 521 246
Aktivace	81	81	81	81
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	77 240	77 240	77 240	77 240
Ostatní provozní výnosy	173 036	173 036	173 036	173 036
Výnosy z dlouhodobého fin. majetku	19	19	19	19
Výnosové úroky	8	90	395	721
Ostatní finanční výnosy	43	43	43	43
Výnosy celkem	1 616 555	1 666 501	1 718 490	1 772 386
Výkonová spotřeba	1 135 525	1 176 972	1 219 932	1 264 460
Osobní náklady	102 838	104 895	106 993	109 133
Daně a poplatky	7 158	7 158	7 158	7 158
Odpisy	89 123	91 123	93 123	95 123
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	61 069	61 069	61 069	61 069
Změna stavu rezerv a OP	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	155 633	155 633	155 633	155 633
Nákladové úroky	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	571	571	571	571
Daň z příjmů	12 281	13 125	14 062	15 055
Náklady celkem	1 564 198	1 610 546	1 658 541	1 708 202

PŘÍLOHA P VI: PLÁNOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ

Položka v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
PS peněžních prostředků	1 684	19 624	85 870	156 843
Peněžní tok z provozní činnosti	51 716	79 193	84 754	90 531
Peněžní tok z investiční činnosti	12 693	12 760	13 006	13 269
Peněžní tok z finanční činnosti	-46 469	-25 707	-26 787	-27 985
Peněžní tok celkem	17 940	66 246	70 973	75 815
KS peněžních prostředků	19 624	85 870	156 843	232 658

PŘÍLOHA P VII: FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNOVANÝCH VÝKAZŮ

Položka	2013	2014	2015	2016
Čistý pracovní kapitál v tis. Kč				
Čistý pracovní kapitál	160 304	231 675	307 960	389 282
Zadluženost				
Celková zadluženost (v %)	30,7	29,1	27,5	26,0
Koeficient samofinancování (v %)	69,2	70,9	72,5	74,0
Míra zadluženosti (v %)	44,4	41,0	37,9	35,1
Dlouhodobé krytí stálých aktiv	1,2	1,4	1,6	1,9
Rentabilita (v %)				
Rentabilita celkového kapitálu ROA	7,5	7,7	7,9	8,1
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	8,8	8,8	8,8	8,9
Rentabilita tržeb ROS	3,8	4,0	4,1	4,2
Likvidita				
Běžná likvidita	1,9	2,3	2,6	3,0
Pohotová likvidita	1,6	2,0	2,3	2,7
Okamžitá likvidita	0,1	0,5	0,8	1,2