

Projekt ocenění společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. vybranými výnosovými metodami

Bc. Andrea Chlupová

Diplomová práce
2016



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2015/2016

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Andrea Chlupová**
Osobní číslo: **M14309**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt ocenění společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. vybranými výnosovými metodami**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy využívané pro oceňování podniku se zaměřením na výnosové metody.

II. Praktická část

- Analyzujte vývoj vnitřního a vnějšího prostředí společnosti.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vývoje trhu vypracujte strategický finanční plán.
- Stanovte hodnotu společnosti pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

ALLMAN, Keith A. Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken: John Wiley and Sons, 2010, 275 s. ISBN 978-0-470-48179-0.

DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, c2011, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.

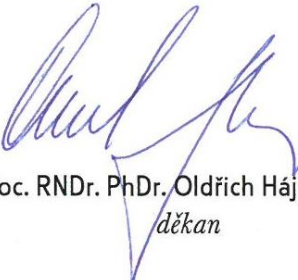
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and managing the value of companies. 5th ed. Hoboken: John Wiley and Sons, 2010, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 9788086929675.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Libor Fojtík**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**
Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016


doc. RNDr. PhDr. Oldřich Hájek, Ph.D.
děkan




doc. Ing. Miloš Král, CSc.
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. vybranými výnosovými metodami. Práce je rozdělena do tří hlavních částí. Teoretická část poskytuje literární rešerši zaměřenou na oceňování podniku a problematiku s tím související. Analytická část obsahuje strategickou a finanční analýzu společnosti. V projektové části je sestavena analýza a prognóza generátorů hodnoty a finanční plán. Na to navazuje stanovení nákladů na kapitál, tempa růstu a samotné ocenění podniku výnosovými metodami.

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

ABSTRACT

The aim of this diploma thesis is to determinate value of the company Alpiq Generation (CZ) s.r.o. by selected yield valuation methods. This thesis is divided into three main parts. Theoretical part provides literature review focused on company valuation. Analytical section consists of strategic and financial analysis. The project part deals with generators of value and financial plan which is followed by company evaluation in the end of this thesis.

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

Ráda bych poděkovala panu Ing. Liboru Fojtíkovi za jeho ochotu, rady a připomínky v průběhu psaní mé diplomové práce. Dále bych chtěla poděkovat celé společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. za možnost spolupráce. Zejména panu Ing. Janu Pulzovi, za jeho vstřícnost a poskytnutí důležitých informací, díky kterým mohla tato práce vzniknout.

OBSAH

ÚVOD	9
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	10
I TEORETICKÁ ČÁST	11
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	12
1.1 PODNIK A HODNOTA PODNIKU	12
1.2 DŮVODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.2.1 Základní kategorie hodnoty a přístupy k ocenění	13
1.3 PRÁVNÍ PŘEDPISY UPRAVUJÍCÍ OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	14
1.3.1 České předpisy	14
1.3.2 Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy.....	15
1.3.3 Národní standardy některých zemí.....	15
1.4 FAKTOR ČASU A RIZIKA	15
1.4.1 Faktor času	15
1.4.2 Faktor rizika	16
1.4.2.1 Riziko obchodní a finanční	16
1.4.2.2 Riziko systematické a nesystematické	17
1.4.3 Diskontní míra.....	17
2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	18
2.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	18
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	19
2.2.1 Relevantní trh a jeho prognóza	20
2.2.2 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku	20
2.2.3 Prognóza tržeb a odvození závěrů k perspektivnosti podniku	20
2.2.4 Analýza makroprostředí	21
2.2.5 Analýza mikroprostředí.....	21
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA	21
2.3.1 Analýza základních účetních výkazů	22
2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů	23
2.3.3 Souhrnné zhodnocení dosažených výsledků	24
2.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	24
2.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	25
2.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	25
2.6.1 Dlouhodobý finanční plán.....	25
3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	27
3.1 VÝNOSOVÉ METODY.....	27
3.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků.....	28
3.1.1.1 Metoda DCF entity	29
3.1.1.2 Metoda DCF equity	30
3.1.1.3 Metoda DCF APV	31
3.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty	32
3.1.2.1 Základní výpočet ukazatele ekonomické přidané hodnoty	32
3.1.2.2 Propočet čistých operativních aktiv	33
3.1.2.3 Určení velikosti operačního výsledku hospodaření	34

3.1.2.4	Ocenění	35
3.1.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	35
3.2	OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU.....	36
3.2.1	Likvidační hodnota.....	36
3.2.2	Ocenění za předpokladu pokračování podniku	37
3.3	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU.....	37
3.3.1	Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	38
3.3.2	Ocenění metodou tržního porovnávání	38
II	PRAKTICKÁ ČÁST	40
4	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI.....	41
4.1	HISTORIE.....	41
4.2	TECHNICKÉ INFORMACE	42
4.3	FILOSOFIE SPOLEČNOSTI.....	42
5	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	43
5.1	ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ	43
5.1.1	Politické a legislativní prostředí.....	43
5.1.2	Ekonomické prostředí	44
5.1.3	Sociální prostředí	45
5.1.4	Technologické prostředí.....	45
5.2	ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ	46
5.2.1	Odvětví.....	46
5.3	VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU	47
5.3.1	Vývoj relevantního trhu a prognóza tržeb.....	48
5.4	ZHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY	50
6	FINANČNÍ ANALÝZA	52
6.1	ABSOLUTNÍ UKAZATELE.....	52
6.1.1	Analýza rozvahy.....	52
6.1.2	Analýza výkazu zisku a ztráty.....	56
6.2	ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	61
6.3	POMĚROVÉ UKAZATELE	61
6.3.1	Ukazatele rentability	61
6.3.2	Ukazatele likvidity	62
6.3.3	Ukazatele zadluženosti.....	63
6.3.4	Ukazatele aktivity.....	63
6.4	SOUHRNNÝ UKAZATEL INDEX IN	64
6.5	ZHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY.....	65
7	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	67
7.1	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	67
7.2	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	68
8	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	69

8.1	TRŽBY	69
8.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE	69
8.3	PRACOVNÍ KAPITÁL	71
8.4	INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU	73
9	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	75
9.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY	75
9.2	PLÁN ROZVAHY	77
10	VÝBĚR METOD A OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI.....	80
10.1	STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL	80
10.1.1	Náklady na cizí kapitál.....	80
10.1.2	Náklady na vlastní kapitál	80
10.1.2.1	Model CAPM	80
10.1.2.2	Stavebnicová metoda INFA	81
10.1.2.3	Odvození z nákladů cizího kapitálu	82
10.1.3	Průměrné vážené náklady kapitálu.....	83
10.2	STANOVENÍ TEMPA RŮSTU.....	84
10.3	VÝBĚR VHODNÝCH METOD OCENĚNÍ	84
10.3.1	Metoda diskontovaných peněžních toků	84
10.3.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty	86
10.4	ALTERNATIVA PRO DOSAŽENÍ Kladné hodnoty	87
	ZÁVĚR	90
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	92
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	95
	SEZNAM OBRÁZKŮ	97
	SEZNAM TABULEK.....	98
	SEZNAM PŘÍLOH.....	100

ÚVOD

Zjištění hodnoty podniku představuje pro jeho vlastníky velmi důležitou informaci. Nelze se totiž spoléhat pouze na účetní data, ze kterých vychází výsledek hospodaření. Jeho vypovídací schopnost je totiž nedostačující a i přes jeho kladnou výši může být zjištěno, že podnikáním není pro vlastníky vytvářena potřebná hodnota, díky které se jim vyplatí pokračovat v činnosti.

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. k datu 1. 1. 2016. Společnost je významným výrobcem a dodavatelem elektřiny a tepla se sídlem v Kladně. Ocenění je provedeno z důvodu zájmu vedení o hodnotu společnosti, která má sloužit k rozhodování o budoucí strategii. Ke stanovení hodnoty jsou použity výnosové metody oceňování.

Diplomová práce skládá z teoretické a praktické části. Teoretická část obsahuje literární rešerši složenou z českých i zahraničních zdrojů, na jejímž základě jsou k ocenění vybrány výnosové metody ocenění. Ty se jeví v podmínkách České republiky jako nejvhodnější.

Praktická část začíná analytickým oddílem. Po charakteristice společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. přichází na řadu analýza uplynulých pěti let. Nejdříve je provedena strategická analýza zabývající se okolím podniku. Poté je zhodnoceno finanční zdraví společnosti za použití finanční analýzy účetních výkazů. Projektová část je tvořena rozdělením majetku na provozně potřebný a nepotřebný, dále také analýzou a prognózou generátorů hodnoty. Na ty navazuje vytvoření finančního plánu, který je sestaven pro následující čtyři roky. Základem pro tento plán je prognóza tržeb, která byla stanovena ve strategické analýze. Před samotným oceněním společnosti je ještě nutné vymezit náklady na kapitál a po všech předchozích krocích je možné přistoupit k samotnému stanovení hodnoty společnosti. V závěru práce je tedy vypočtena hodnota společnosti pomocí metody diskontovaných peněžních toků „entity“ a metody ekonomické přidané hodnoty.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod ocenění. Tomu přechází nejdříve teoretická část práce, ve které jsou zpracovány poznatky z oblasti oceňování. Jsou tam uvedeny postupy a názory jak tuzemských, tak i zahraničních autorů.

Praktická část práce začíná analýzou uplynulých pěti let. Nejdříve je ve strategické analýze provedena PEST analýza. Po zhodnocení okolí podniku a veškerých faktorů, které jej ovlivňují, je vypočtena prognóza tržeb. Finanční analýza se již zabývá přímo oceňovaným podnikem, a to zhodnocením jeho finanční situace na základě účetních výkazů. Na finanční analýzu navazuje rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný. Dále také analýza a prognóza generátorů hodnoty, ze kterých poté vychází finanční plán. Tímto také začíná projektová část práce. Predikce, které jsou v ní obsaženy, jsou prováděny pro následující čtyři roky, tedy 2016-2019.

Po provedení veškerých potřebných analýz a prognóz přichází na řadu samotné ocenění podniku. Nejdříve jsou vypočteny náklady na kapitál a stanoveno tempo růstu. Pro výpočet hodnoty společnosti byly vybrány dvě výnosové metody. Těmi jsou metoda diskontovaných peněžních toků „entity“ a metoda ekonomické přidané hodnoty. Ocenění podniku je provedeno k 1. 1. 2016, a to z důvodu rozhodování vedení společnosti o její budoucnosti a zájmu znalosti hodnoty v případě prodeje.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Většina lidí vnímá oceňování aktiv jako něco příliš náročného a komplikovaného. Následkem toho je buď přenechání této činnosti profesionálům (analytici vlastního kapitálu, odhadci), nebo její naprosté vynechání. (Damodaran, c2011, s. 15)

Damodaran (c2011, s. 15) však věří, že oceňování je ve své podstatě jednoduchý proces a dokáže ho zvládnout každý, kdo je ochoten strávit nějaký čas sběrem dat a jejich analýzou. Naproti tomu Allman (2010, s. 1) s tímto tvrzením nesouhlasí a ve své knize uvádí, že stanovení hodnoty společnosti je velmi složité a jedná se o komplexní analýzu s mnoha jednotlivými součástmi, které je komplikované spojit dohromady v jeden celek.

Ať už je stanovení hodnoty podniku jakkoliv obtížné, rozhodně by nemělo být opomíjeno. Jedná se o velmi důležitou informaci a hodnota podniku je navíc brána třeba jako užitečné měřítko výkonnosti, protože bere v úvahu dlouhodobé zájmy všech zúčastněných stran, ne pouze majitelů. (Koller, Goedhart a Wessels, 2010, s. 3)

1.1 Podnik a hodnota podniku

Dříve byl podnik definován v obchodním zákoníku. Když však v roce 2014 vešel v účinnost nový občanský zákoník a zákon o obchodních korporacích, došlo tím k několika významným změnám. Jednou ze stále platných definic podniku, která ale také velmi dobře odpovídá i reálné situaci je, že *„podnik lze definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy“*. (Mařík, 2011a, s. 15)

Dle Maříka (2011a, s. 20) je hodnota podniku dána *„očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu“*. Ta je ovlivněna rozsahem a kvalitou údajů, které má oceňovatel k dispozici, časovým horizontem a použitou metodou. (Dluhošová, 2010, s. 171) Z předchozí definice vyplývá, že stanovení hodnoty podniku probíhá na základě jeho předpokládané dlouhodobé existence a odhadu budoucích příjmů.

Koller, Goedhart a Wessels (2010, s. 11-12) uvádějí, že zaměření na dlouhodobou existenci a hodnotu podniku přináší spoustu benefitů nejen pro samotnou firmu, ale také pro celou společnost. Takové firmy podporují ekonomiku, zajišťují vyšší životní úroveň, vytvářejí pracovní místa a tíhnou k sociální odpovědnosti.

Při oceňování podniku ale existují dva možné přístupy a od nich se poté vyvíjí výsledná hodnota. Jedním z nich je stanovení hodnoty pouze vlastního kapitálu. Druhým přístupem je

ocenění celého podniku, tedy vlastního kapitálu a jakýchkoliv jiných možných pohledávek plynoucích z podnikání či budoucích výnosů z investic. (Damodaran, c2011, s. 36; 2014, s. 516) Ocenit se dá v podniku totiž navzdory obecnému přesvědčení naprosto vše. Dokonce i aktiva, jako například flexibilita, informace či efektivita řízení. (Hubbard, c2014, s. 4)

1.2 Důvody oceňování podniku

Ocenění má své využití u každé firmy, v každé části jejího životního cyklu. Je důležité jak u malých podniků, které přemýšlejí o expanzi, tak i u větších, které se například rozhodnou jít na burzu. (Damodaran, c2011, s. 6) Důvody k ocenění podniku mohou tedy být různé a mezi nejčastější patří situace jako prodej podniku, vstup cizího kapitálu do podniku, likvidace, fúze, vstup na burzu, dědické řízení atd. (Synek a Kislingerová, 2015, s. 156)

1.2.1 Základní kategorie hodnoty a přístupy k ocenění

Na základě důvodu, kvůli kterému dochází k ocenění podniku, se liší i kategorie hodnoty, která je stanovena.

a) Subjektivní ocenění

Mařík (2011a, s. 34) vysvětluje, že investiční hodnota, neboli subjektivní ocenění, bývá využito zejména při koupi a prodeji podniku. V tomto případě se zjišťuje hodnota, kterou podnik má pro konkrétní subjekt. Dále lze této hodnoty dosáhnout v případě rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. Vlastník se rozhodne na základě toho, jestli je momentální likvidační hodnota vyšší, než kdyby pokračoval v činnosti.

b) Tržní hodnota

V případě tržní hodnoty a objektivizovaného ocenění již není výsledek závislý na konkrétním subjektu. Tržní hodnota v podstatě vyjadřuje očekávání trhu, které se ale v čase může měnit. Využívá se při uvádění podniku na burzu nebo při prodeji podniku v případě, že ještě neznáme kupujícího. Odpovídá totiž na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu a vlastník tedy může odhadnout, za kolik by bylo možné podnik prodat. (Mařík, 2011a, s. 34; Svačina, 2010, s. 75)

c) Objektivizované ocenění

Objektivizované ocenění, jak uvádí ve své knize Mařík (2011a, s. 27, 34), bývá využito například bankami při poskytování úvěru a zjišťování reálné bonity podniku. Kislingerová (2001, s. 6, 11) upozorňuje, že objektivní hodnota neexistuje, tento při-

stup se však snaží alespoň o objektivizovanější výsledky než v předchozích případech. Ty je schopné určit pouze profesionál. K subjektivní hodnotě je schopen se dopracovat i finančně vzdělanější vlastník nebo zájemce o koupi. Relativně objektivní výsledek lze získat tím, že při výpočtu budou brány v úvahu pouze všeobecně uznávané skutečnosti, obecně známá fakta a data dostupná na trhu. (Mařík, 2011a, s. 27, 34)

d) Kolínská škola

Mařík (2011a, s. 30-31) ve své knize píše, že tento přístup je založen na subjektivním postoji, který je východiskem pro ocenění. Kolínská škola rozeznává několik funkcí oceňování a s těmi se liší i funkce samotných oceňovatelů: daňová, komunikační, poradenská, rozhodčí a argumentační. Za nejdůležitější je považována poradenská funkce, která kupním stranám poskytuje informace o maximální ceně (kterou může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal) a minimální ceně (kterou může prodávající přijmout, aniž by na transakci prodělal).

1.3 Právní předpisy upravující oceňování podniku

„V České republice v současné době neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný.“ Oceňovatel přesto ale musí znát určité předpisy, které se v některých případech uplatňují. (Mařík, 2011a, s. 18)

1.3.1 České předpisy

Existují dva české předpisy upravující oceňování majetku, ty se ale používají pouze v některých případech. Jsou to:

a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí České republiky

„Tento zákon je závazný pouze v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona a soudních poplatcích, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmů a o dani z přidané hodnoty.“ V předpisech jsou však obsaženy pouze strohé informace o oceňování jako celku, jedná se spíše o specifické informace, například ohledně oceňování nemovitostí či nehmotných aktiv.

b) Metodický pokyn České národní banky

„Pokyn je určen speciálně pro oceňovatele podniků, ale pouze pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance. Jsou to především ocenění, která mají

doložit přiměřenost ceny akcií při povinných nabídkách na odkoupení minoritních podílů, při squeeze-outs apod.“ (Mařík, 2011a, s. 18)

1.3.2 Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

Tyto standardy vydává výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy a Evropská skupina odhadcovských asociací. Jsou v nich obsaženy především rámcové zásady a definice hodnoty. (Mařík, 2011a, s. 19) Nejsou závazné, jsou však mezinárodně uznávané a jedná se v podstatě o doporučení pro oceňovatele. Mezinárodní standardy se vyznačují úzkou vazbou na Mezinárodní standardy účetního výkaznictví a snaží se o poskytnutí dostatečné informační kvality uživatelům. (Krabec, 2009, s. 175)

1.3.3 Národní standardy některých zemí

Jak vysvětluje Mařík (2011a, s. 19) ve své knize, jedná se sice o standardy platné pouze v daných zemích. Jejich velkou výhodou však je, že se více týkají přímo oceňování podniku než předchozí předpisy. V České republice se nejčastěji můžeme setkat s Americkými standardy US PAP a Německým standardem IDW S1. V těchto zemích jsou rozvinutější podmínky pro oceňování než v České republice, tudíž mohou pro české oceňovatele představovat inspiraci.

1.4 Faktor času a rizika

Jedná se o velmi důležité faktory, na kterých je založena podstatná část dalších postupů ohledně oceňování podniku. Tyto faktory se promítají do oceňování prostřednictvím diskontní míry. (Mařík, 2011a, s. 39)

1.4.1 Faktor času

Faktor času je považován za všeobecný princip finančního řízení a rozhodování. Bývá uplatňován při rozhodování o investicích, posouzení výhodnosti jednotlivých forem financování a samozřejmě také při oceňování. (Dluhošová, 2010, s. 29)

Damodaran (c2011, s. 14) ve své knize uvádí, že větší hodnotu mají peníze získané dnes než ten samý objem peněz získaný v budoucnosti. S tímto souhlasí i Brealey, Myers a Allen (c2014, s. 18-19) a zdůvodňují tvrzení tím, že částku získanou dnes může majitel investovat a dosáhnout tím dalšího zhodnocení.

Při oceňování aktiva nebo podniku je tedy nutné všechny očekávané budoucí příjmy přepočítat na jejich současnou hodnotu. K tomu slouží diskontní míra. V té se odráží jak preference spotřeby, tak i očekávaná inflace a také nejistota spojená s obdržením očekávané částky v budoucnosti. (Damodaran, c2011, s. 14-15)

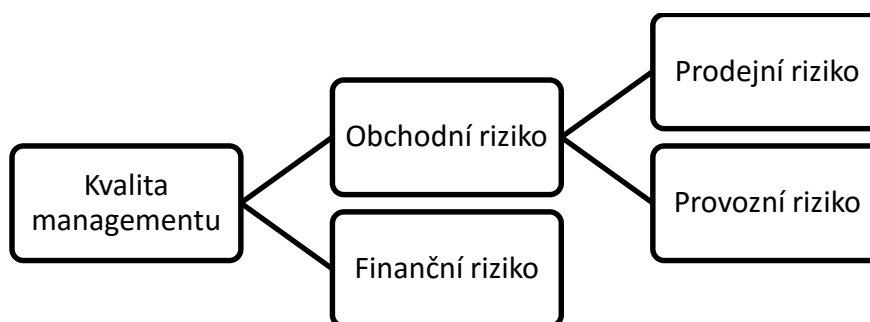
1.4.2 Faktor rizika

Nejrozšířenější definicí rizika v souvislosti s oceňováním je, jak uvádějí Pratt a Grabowski (c2010, s. 46), že rizikem se rozumí stupeň nejistoty dosažení budoucích očekávání v předpokládané době a výši. „Hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté, a naopak hodnota bude tím nižší, čím vyšším rizikem jsou tyto příjmy zatíženy.“ (Mařík, 2011a, s. 40)

Diskontní míra se v tomto případě většinou skládá z bezrizikové úrokové míry, která investorovi kompenzuje odložení spotřeby. K té se poté přičte riziková přírážka, která vyjadřuje riziko na trhu a očekávání investora. Čím vyšší je požadovaná míra návratnosti na trhu, tím nižší bude současná hodnota investice. Naopak čím nižší je tržní požadovaná míra návratnosti, tím vyšší bude současná hodnota investice. (Pratt a Grabowski, c2010, s. 47)

1.4.2.1 Riziko obchodní a finanční

Jestliže existuje riziko, že skutečné výnosy mohou být nižší, nebo vyšší, než se očekává, jedná se o riziko výsledku hospodaření. Jak můžeme vidět na následujícím obrázku (Obr. 1), zdrojem rizika výsledku hospodaření je hlavně kvalita managementu a organizační struktury, která se však promítá i do všech ostatních rizik. (Mařík, 2011a, s. 41)



Obr. 1 Zdroje rizika výsledku hospodaření (Mařík, 2011a, s. 41)

Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů, která může být způsobena buď proměnlivostí prodeje (prodejní riziko), nebo úrovní fixních provozních nákladů (provozní ri-

ziko). (Mařík, 2011a, s. 42, 44) Finanční riziko odráží míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Úrok, který podnik platí věřiteli za poskytnutí zdrojů, představuje pro podnik fixní platbu. (Kislingerová, 2001, s. 123)

1.4.2.2 Riziko systematické a nesystematické

Kromě rozdělení na obchodní a finanční riziko uvádí Mařík (2011a, s. 45-46) také systematické a nesystematické riziko. Systematickým rizikem se rozumí takové, které nemůžeme snížit či vyloučit diverzifikací. Jedná se o tržní riziko, které působí na všechny a nelze se mu vyhnout. To může být například vývoj hrubého domácího produktu nebo cenové hladiny. Naopak nesystematické riziko lze potlačit diverzifikací. Jde o specifické riziko daného projektu, odvětví či podniku. (Kalouda, 2015, s. 199)

1.4.3 Diskontní míra

Jak již bylo uvedeno, jedná se o nástroj, pomocí kterého se do hodnoty podniku promítá faktor času a faktor rizika. Diskontní míra je určena na základě výnosnosti, kterou investor očekává, a také s přihlédnutím k riziku, které hrozí. (Koller, Goedhart a Wessels, 2010, s. 42-43) Diskontní míra se také ale odvíjí od účelu ocenění a kategorie hodnoty. V případě oceňování tržní hodnotou je potřeba kalkulaci opřít o tržní data. Naopak při investiční hodnotě je východiskem konkrétní situace, požadavky investora a možnosti alternativního využití kapitálu. V případě objektivizovaného ocenění se oceňovatel opírá o běžně dostupná data. (Mařík, 2011a, s. 49-51)

2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oceňování se stalo v poslední době mnohem více komplexnější. Je to důsledkem hlavně rozvoje výpočetní techniky, která značně usnadňuje analýzu dat. Navíc informace určené k analýze jsou v dnešní době také velmi snadno dostupné. Díky detailnějším informacím je tedy možné vytvořit přesnější předpovědi. Na druhou stranu zde vzniká prostor pro větší množství chyb. (Damodaran, c2011, s. 11)

Damodaran (c2011, s. 11-12) proto upozorňuje, že někdy je pro dobrý výsledek potřeba zvolit jednodušší model, aby se eliminovaly zbytečné problémy plynoucí z velkého množství vstupních dat. S tím souhlasí i Allman (2010, s. 4) a dodává, že bez dobře naplánovaného postupu celý proces může skočit katastrofálně.

Mařík (2011a, s. 53-54) ve své knize uvádí doporučený postup popsany v krocích níže, který oceňovatele dovede až k výsledné hodnotě. Konkrétní podoba, váha a míra detailnosti zpracování těchto kroků závisí na zvolené metodě ocenění a samozřejmě také na velikosti a složitosti oceňovaného podniku.

2.1 Sběr vstupních dat

Celý proces začíná sběrem vhodných dat pro analýzu. Jedná se o finanční výkazy, dále pak zprávy z odvětví, různé studie a informace ohledně situace na trhu. (Allman, 2010, s. 6) Tato data můžeme dle Maříka (2011a, s. 54-56) rozdělit do následujících skupin:

a) Základní data o podniku

Jedná se o data identifikující podnik, zahrnující základní informace jako název, právní formu a IČ podniku. Důležitý je také předmět podnikání, nejčastěji určený dle třídění CZ-NACE, a nesmí být opomenuty také informace o majetkových podílech, organizační struktuře a historii.

b) Ekonomická data

Do této skupiny patří hlavně účetní výkazy společnosti a dále také výroční zprávy, zprávy auditorů a případně i podnikové plány, pokud je podnik tvoří.

c) Relevantní trh

Zabývá se vymezením trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Patří sem velikost a vývoj trhu, segmentace a také faktory vývoje tohoto trhu.

d) Konkurenční struktura relevantního trhu

V analýze je potřeba se zaměřit také na hlavní konkurenty společnosti a nejdůležitější informace o těchto konkurentech. Neméně důležité je zjistit, jaká je na trhu situace s možnými substituty oceňovaného podniku a jestli existují nějaké bariéry vstupu do odvětví. Tato skupina dat by měla být ještě doplněna o poměr sil oceňovaného podniku k jeho dodavatelům a odběratelům.

e) Odbyt a marketing

Tato data poskytují informace o struktuře odbytu, hlavních produktech a jejich hodnocení a srovnání s konkurenčními podniky. Patří sem také cenová politika a srovnání cen s konkurencí, dále informace o reklamě, výzkumu a vývoji.

f) Výroba a dodavatelé

Charakter výroby, úroveň technologie a samozřejmě řízení kvality či případné certifikáty jsou podstatnými informacemi. Je nutné je doplnit ještě o využití kapacit podniku a stav dlouhodobého majetku. K dodavatelům jsou doplněny struktury dodávek a dodavatelů, míra závislosti na těchto dodavatelích a například úroveň logistiky.

g) Pracovníci

Zde je popsána struktura pracovníků a celková situace na trhu práce. Důležitá je také atmosféra na pracovišti, která může souviset s fluktuací zaměstnanců. Do této skupiny patří také produktivita práce, která by měla být srovnána s konkurencí, a personální náklady oceňovaného podniku.

2.2 Strategická analýza

„Strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu, kterému však v naší praxi není zatím věnována odpovídající pozornost. Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.“ Tento potenciál se skládá z vnitřní a vnější části. Vnější potenciál je charakterizován příležitostmi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se podnik pohybuje. Vnitřní potenciál závisí na tom, jakým způsobem je podnik schopen využít příležitosti vnějšího okolí a vyrovnat se s jeho hrozbami. To se odvíjí od silných a slabých stránek tohoto podniku a jeho konkurenční výhodě či nevýhodě. (Mařík, 2011a, s. 56) Strategická analýza se zabývá perspektivou podniku a potenciálem růstu. Zaměřuje se na dlouhodobé cíle, které mohou pomoci překonat i krátkodobé nevýhody. (Némethy, 2011, s. 40-42) Skládá se z následujících částí.

2.2.1 Relevantní trh a jeho prognóza

Relevantní trh je prostředí, na němž je oceňovaný podnik předmětem kontinuální směny, a tento trh je možné vymezit podle následujících kritérií: místa, času a obchodovaného aktiva. (Krabec, 2009, s. 44) Naproti tomu Mařík (2011a, s. 59-68) doporučuje vymezení relevantního trhu z hlediska produktu, území, zákazníků a konkurentů. Dodává, že je potřeba získat základní data o tomto trhu, tedy jeho velikost a vývoj čase, zjištění tempa rozvoje trhu. Posoudit jeho atraktivitu, což obsahuje kvalitativní zhodnocení daného trhu z hlediska poptávky a dalšího rozvoje. Na analýzu atraktivity poté navazuje prognóza vývoje trhu, ať již celku, nebo jeho segmentů. Do té je potřeba zakomponovat i analýzu a prognózu národohospodářských ukazatelů.

2.2.2 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Cílem této části je odhad vývoje tržních podílů oceňovaného podniku. Po prvním kroku, kterým je stanovení tržního podílu a sestavení vývojové řady tržních podílů, je na řadě identifikace hlavních konkurentů. (Mařík, 2011a, s. 74-76) Analýza konkurence je velmi důležitou částí, jelikož konkurenceschopnost podniku je nezbytným předpokladem prosperity a jedná se o jeden z hlavních faktorů, který ovlivňuje výslednou hodnotu firmy. (Marinič, 2008, s. 11)

V závěru této části je nutné provést analýzu vnitřního potenciálu a konkurenční síly. Jde o posouzení vnitřních vývojových možností oceňovaného podniku a zjištění konkurenční strategie a případných konkurenčních výhod podniku. (Mařík, 2011a, s. 77) Marinič (2008, s. 16) uvádí, že „*firma disponuje konkurenční výhodou tehdy, pokud jí její převaha nad konkurenty zajišťuje dostatečné množství zákazníků a chrání ji před silou konkurence*“.

2.2.3 Prognóza tržeb a odvození závěrů k perspektivnosti podniku

Prognóza tržeb je provedena na základě analýzy a prognózy relevantního trhu, analýzy a prognózy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Dále také z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňované firmy. Nakonec je možné provést hodnocení perspektivnosti podniku, které může být provedeno například na základě konkurenční síly a atraktivnosti trhu. (Mařík, 2011a, s. 93)

Kislingerová však ve své knize uvádí jiný postup, který je založen na analýze makroprostředí a mikroprostředí.

2.2.4 Analýza makroprostředí

Strategická analýza začíná analýzou makroprostředí, která se zabývá vývojem podmínek, ve kterých podnik fungoval a stále funguje. (Kislingerová, 2001, s. 29) Nesmí být opomenuto veškeré okolí podniku, tedy politické prostředí, ekonomické prostředí, technologické prostředí a sociální prostředí, které podnik ovlivňuje a také ohrožuje. Dále je analýza zaměřena na vliv veličin a ukazatelů, jako třeba hrubý domácí produkt, vývoj inflace, fiskální politika státu, ekonomické a politické šoky, ale i vývoj devizových kurzů. (Hitchner, c2006, s. 89; Kislingerová, 2001, s. 30)

2.2.5 Analýza mikroprostředí

Na analýzu makroprostředí navazuje analýza mikroprostředí, která souvisí s příslušností k určitému odvětví a dává investorovi přesnější představu o zamýšlené investici. Obsahuje analýzu odvětví, do které patří samozřejmě i analýza konkurence či vládní regulace v tomto odvětví. Celý proces je zakončen prognózou vývoje odvětví a jeho perspektivy na základě prognózy tržeb. (Kislingerová, 2001, s. 32, 37)

2.3 Finanční analýza

„Finanční analýza slouží ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku. Pomáhá odhalit, zda je podnik dostatečně ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda využívá efektivně svých aktiv a je schopen včas splatit své závazky.“ (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 17) Patří také k významným nástrojům finančního řízení, hodnotí minulý a současný vývoj hospodaření podniku, a to z různých pohledů a tím poskytuje relevantní informace pro rozhodování o budoucnosti. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 26) Je prováděna hlavně před investičním a finančním rozhodováním v podniku. Pouze podle zůstatků či obrátů jednotlivých účtů se nelze zcela správně rozhodnout. Tyto údaje mají smysl až při porovnání s ostatními číselnými údaji a srovnání jednotlivých ukazatelů v čase a prostoru. (Vochozka, 2011, s. 12)

V procesu oceňování podniku plní finanční analýza dvě funkce, kterými jsou prověření finančního zdraví podniku a vytvoření základu pro finanční plán. Závěry z této analýzy jsou určeny k doplnění předběžného výroku o perspektivnosti podniku. Je nutné zjistit, jestli v podniku nejsou obsaženy nějaké problémy, které by mohly ohrozit jeho budoucnost. (Kislingerová, 2001, s. 39; Mařík, 2011a, s. 96)

Než však začne samotná finanční analýza, Mařík (2011a, s. 97) dodává, že je nutné ověřit správnost a úplnost vstupních údajů a nespolehat se pouze na obsažené údaje v účetních výkazech a výroky auditora.

2.3.1 Analýza základních účetních výkazů

Základními účetními výkazy jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích, o změnách vlastního kapitálu a příloha k účetní závěrce. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 27) Ačkoliv se jedná o cenný zdroj finanční analýzy, je nutné si uvědomit, že tato data ne vždy poskytují přesně takové informace, které potřebujeme, a ne vždy věrně zobrazují ekonomickou realitu podniku. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 18, 21)

V rozvaze najdeme celkový obraz majetkové a kapitálové situace podniku a díky bilančnímu principu je možné sledovat změny majetku a kapitálu v čase. Základní funkcí výkazu zisku a ztráty je zjistit výsledek hospodaření podniku za běžné účetní období. Jsou v něm zachyceny výnosy a náklady podniku, na základě kterých je poté vypočten zisk. Ten je považován za základní motiv podnikání, a tudíž i hlavní rozhodovací kritérium. (Sedláček, 2010, s. 35, 45)

Jak píše ve své knize Růžičková (2015, s. 34-35), výkaz peněžních toků je pro posouzení skutečné finanční situace podniku snad nejdůležitější. Srovnává zdroje tvorby peněžních prostředků s jejich užitím – slouží jako přehled o tom, kde podnik získával tyto peněžní prostředky a jak je používal. Velmi důležitá je jeho část provozní činnosti, díky které je možné zjistit, do jaké míry výsledek hospodaření za běžnou činnost odpovídá skutečně vydělaným penězům.

V přehledu o změnách vlastního kapitálu jsou zaznamenány změny vyplývající z transakcí s vlastníky nebo z ostatních operací, jako například změny z přecenění některých finančních aktiv a závazků. Příloha může obsahovat údaje související s podstatným nebo rozhodujícím vlivem, popis organizační struktury společnosti. Dále také velmi důležité informace doplňující předchozí výkazy, jako třeba aplikaci obecných účetních zásad, způsoby oceňování, odepisování a vysvětlení každé významné položky uvedené ve výkazech. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 57-59)

2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou nejčastěji používanou metodou pro hodnocení finanční stability a výkonnosti firmy. Vertikální a horizontální analýza absolutních dat v účetních výkazech sleduje pouze jednu veličinu, z toho důvodu je nedostačující. Poměrové ukazatele, jak již název vypovídá, sledují poměr dvou nebo i více položek mezi sebou. Je díky tomu možné rozšířit vypovídací schopnost dat obsažených v účetních výkazech. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 117)

Knápková, Pavelková a Šteker (2013, s. 84) uvádějí, že poměrové ukazatele jsou velmi oblíbené, jelikož umožňují získat rychlou představu o finanční situaci podniku. Je tomu tak proto, že díky využití údajů jak z rozvahy, výsledovky či cash-flow lze sestavit velké množství ukazatelů. „V praxi se však osvědčilo využívání pouze několika základních ukazatelů roztríděných do skupin podle jednotlivých oblastí hodnocení hospodaření a finančního zdraví podniku. Jsou to zejména skupiny ukazatelů zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity.“

a) Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika, jež podnik nese při daném poměru a struktuře vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Čím vyšší zadluženost podnik má, tím vyšší riziko na sebe bere. Podnik totiž musí být schopen splácet své závazky, i když se mu právě nedaří. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 84-85) Zadlužení do jisté míry má však i výhodu, jelikož cizí kapitál je levnější než vlastní a z cizího kapitálu jsou placeny úroky, které po zahrnutí do nákladů snižují daňový základ. (Kislingerová, 2001, s. 74)

b) Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky a tyto ukazatele poměrují vlastně to, čím je možné tyto závazky platit s tím, co všechno je nutné zaplatit. Dle míry jistoty, která je požadována od tohoto měření se liší i čítele ve výpočtech. Čítele se dělí dle míry likvidnosti a na jejich základě poté existují tři druhy likvidity: běžná, pohotová a hotovostní. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 91)

c) Ukazatele rentability

Tyto ukazatele jsou měřítkem míry zisku. Jedná se o relativní ukazatele, které lze použít jak pro srovnání v čase, tak i mezipodnikové srovnání. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 23) V čitateli těchto ukazatelů bývá zisk. Jmenovatel je závislý na tom,

co je zrovna počítáno. Mezi nejčastější ukazatele patří: rentabilita investovaného kapitálu, rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb. (Kislingrová, 2001, s. 69)

d) Ukazatele aktivity

Jejich rozbor slouží k odpovědi na otázku, jak podnik hospodaří se svými aktivy, ale i jednotlivými složky aktiv a jaké má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu podniku. (Mařík, 2011a, s. 106) Ukazatele aktivity lze vyjádřit buď v podobě obratu jednotlivých položek aktiv a pasiv, případně v podobě doby obratu jednotlivých položek. Mezi nejpoužívanější patří obrat aktiv, který vypovídá o využití aktiv v podniku. Dalšími ukazateli jsou doba obratu pohledávek a závazků a obratovost pohledávek a závazků. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 103-105)

2.3.3 Souhrnné zhodnocení dosažených výsledků

Na základě předchozích zjištění je nutné celkově zhodnotit finanční situaci podniku. Růžičková (2015, s. 75) ale upozorňuje na velmi pravděpodobné zjištění. Ačkoliv je potřeba poměrně jednoznačný závěr finanční analýzy, ve většině případů může interpretace velkého množství vypočtených ukazatelů přinášet rozporuplné závěry.

Je ale nutné určit, jestli lze počítat s dlouhodobou existencí podniku, jelikož pokud by tomu tak nebylo, musel by být oceněn likvidační hodnotou. (Mařík, 2011a, s. 110) K tomu může pomoci například Altmanův model, který souhrnně vyjadřuje finanční zdraví podniku, případně také jeho modifikace – index IN. Na základě těchto bankrotních modelů by měl být potvrzen intuitivní závěr o finančním zdraví podniku získaný z dílčích analýz. (Růžičková, 2015, s. 78-79)

2.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

V této části je nutný předpoklad, že podnik má pouze jedno základní podnikatelské zaměření a pro toto jedno zaměření podnik potřebuje určitá aktiva. Tato aktiva jsou označena za provozně nutná (potřebná) a všechna ostatní aktiva jsou provozně nepotřebná. Část majetku totiž buď není vůbec využívána, nebo nesouvisí s provozem. Tento majetek, stejně jako i výnosy a náklady s ním související, by měl být oceňován samostatně. Důvodem je například rozdílné riziko spojené s takovým aktivem, možnost podcenění majetku a také jiný úhel pohledu na tato aktiva, a tudíž i jiná metoda ocenění. (Mařík, 2011a, s. 118-119)

2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Hodnota podniku je závislá na schopnosti vytvářet v budoucnu volné peněžní toky. (Mařík, 2011a, s. 126) Pro dosažení růstu hodnoty je tedy nutné se soustředit na ty faktory, které hodnotu ovlivňují – generátory hodnoty. Existuje však řada přístupů k řízení hodnoty a každý přístup pracuje s jinými faktory, které ovlivňují tvorbu hodnoty. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 106)

Mařík (2011a, s. 125-126) popisuje generátory hodnoty při využití metody diskontovaných peněžních toků. Těmi jsou tržby a jejich růst, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra, způsob financování a doba existence podniku. Pavelková a Knápková (2012, s. 110) uvádějí faktory, které mají vliv zase na ekonomickou přidanou hodnotu. Těmi jsou výše operativního zisku a míra jeho zdanění, výše a struktura použitého majetku a investovaného kapitálu a také výše nákladů na podnikový kapitál. Marinič (2008, s. 56) se zaměřuje na klíčové generátory hodnoty z obecného hlediska a těmi jsou: tržby, finanční výkonnost a náklady kapitálu.

2.6 Sestavení finančního plánu

Jak uvádějí Brigham a Ehrhardt (c2014, s. 488-489), cílem finančního plánování je předpovědět budoucí podobu finančních výkazů. Marinič (2008, s. 163) vysvětluje, že kromě stanovení základních cílů a úkolů firmy ve finanční oblasti je velmi důležitou funkcí finančního plánování také implementace vymezených úkolů do systému řízení firmy a následně případná revize v návaznosti na dosažené výsledky. Brealey, Myers a Allen (c2014, s. 748) ještě doplňují, že plánování se dělí na krátkodobé a dlouhodobé. Dlouhodobé plánování se soustřeďuje na dopady různých finančních strategií. Krátkodobý plán je zaměřen na ujištění, že firma v blízké době nezkrachuje a nedostane se do problémů s platební schopností. Jako podklad pro ocenění podniku však slouží pouze dlouhodobý finanční plán, krátkodobý finanční plán proto dále nebude rozebírán.

2.6.1 Dlouhodobý finanční plán

Finanční plán by se měl skládat z rozvahy, výsledovky a výkazu peněžních toků. Základním znakem dobře sestaveného plánu je stanovení takových veličin, které předpokládají dlouhodobý rozvoj firmy a předpovídají lepší finanční výsledky, než tomu bylo ve skutečnosti v minulém období. (Marinič, 2008, s. 174-180)

Finanční plán je tvořen soustavou vzájemně provázaných plánů. Základem finančního plánu a východiskem pro predikci tržeb jsou plány prodeje, na základě kterých dojde k odhadu budoucích výnosů. Poté přijdou na řadu plány produkce a z nich vycházející odhady nákladů a provozních výdajů. Na plány produkce úzce navazují plány kapacit, které se promítají do plánů investic, pracovního kapitálu, údržby a odpisů. Spolu s plány kapacit jsou důležité také plány pracovních sil, které samozřejmě ovlivňují velikost osobních nákladů. S těmito údaji již lze sestavit plán provozního výsledku hospodaření a také výpočet daní a podílů na zisku. (Marinič, 2008, s. 163; Mařík, 2011a, s. 149-150) Poté je možné sestavit plánovanou rozvahu, která vychází z plánu dlouhodobého majetku, stanovení úrovně oběžného majetku a závazků a ostatních položek rozvahy. Dále navazuje sestavení plánovaného přehledu o peněžních tocích. (Hrdý a Krechovská, 2013, s. 197)

Mařík (2011a, s. 153) však upozorňuje, že v praxi je po sestavení finančního plánu často nutné vracet se k předchozím krokům a upravovat je. Může totiž nastat například situace, že po sestavení výkazu o peněžních tocích je zjištěn přebytek nebo i nedostatek peněžních prostředků. To je nutné napravit například změnou v plánu financování nebo v plánu investic. V případě zjištěného nedostatku peněžních prostředků, pokud by nebylo dostačující řešení v podobě omezení investic, bylo by dokonce nutné upravit plán tržeb a to by vyústilo ke změně celého finančního plánu.

Po vykonání předchozích kroků a konečném sestavení finančního plánu již následuje volba metody ocenění a samotné ocenění. Jednotlivé metody oceňování jsou popsány v následující kapitole.

3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Zde budou popsány jednotlivé metody oceňování podniku. Jak výnosové metody, metody ocenění na základě analýzy majetku, tak také tržní metody. Detailně však budou rozepsány pouze výnosové metody, obzvláště metody diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty, které tvoří základ této práce.

3.1 Výnosové metody

Tento druh metod vychází z tvrzení, že schopnost firmy generovat výnosy je jedním z nejdůležitějších předpokladů oceňování. (Allman, 2010, s. 39) Předpokládané výnosy je potřeba naplánovat na jednotlivé roky. V praxi je ale uplatněn předpoklad nekonečného trvání podniku a pro tak dlouhé období není možné peněžní toky plánovat. S tím se dá vypořádat prognózováním výnosů pomocí dvoufázové nebo třífázové metody. (Mařík, 2011a, s. 178, 200)

a) Dvoufázová metoda

V praxi se nejčastěji používá tato metoda, která vychází z rozdělení budoucnosti na dvě fáze. Tou první je období, na které je oceňovatel schopen vytvořit prognózu a kdy je předpoklad vyšší výnosnosti. Druhá fáze pak trvá od konce první fáze až do nekonečna a po toto období je očekáván stabilní růst. (Kislingerová, 2001, s. 167-169) Hodnota podniku v období druhé fáze bývá označována jako pokračující hodnota a vzorec pro výpočet hodnoty podniku na základě dvoufázové metody je následující:

$$H = \sum_{t=1}^T \frac{výnos_t}{(1+i)^t} + \frac{PH}{(1+i)^T} \quad (1)$$

kde: T = délka první fáze v letech

i = kalkulovaná úroková míra

PH = pokračující hodnota. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 145)

Hodnotu podniku tvoří součet obou těchto fází. Pokračující hodnotu je ale ještě nutné diskontovat ke dni ocenění. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 145) Nejprve je však nutné odvodit délku první fáze a tedy určit, od jaké doby se bude počítat s pokračující hodnotou. Ta totiž hraje při ocenění velmi důležitou roli. Při délce prognózovaného období pěti let dosáhne podíl pokračující hodnoty 80 % celkového ocenění podniku.

Pokud se oceňovatel nerozhodne pro extrémně dlouhé prognózované období, kdy je potom pokračující hodnota zcela zanedbatelná, je nutné spočítat pokračující hodnotu – tedy nekonečně rostoucí časovou řadu peněžních toků. To lze pomocí Gordonova vzorce nebo užitím parametrického vzorce. (Mařík, 2011a, s. 179, 183-186) Při využití této metody je ale potřeba si uvědomit, jak upozorňuje Damodaran (2014, s. 525), že předpokládá poněkud nereálnou situaci. Jelikož fakt, že období s vysokými výnosy se změní v podstatě ihned na nižší a stabilní růst, není moc pravděpodobný. Z toho důvodu existuje také třífázová metoda s přechodnou fází mezi těmito dvěma extrémy.

b) Třífázová metoda

V tomto případě je tedy budoucnost rozdělena na tři fáze: fázi rychlého růstu, fázi přechodnou a období stability. Vzorec pro výpočet hodnoty vypadá následovně:

$$H = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{výnos_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{výnos_t}{(1+i)^t} + \frac{výnos_{T_2+1}}{(1+i)^{T_2} * (i-g)} \quad (2)$$

kde: T1 = počet let rychlého růstu

T2 = součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu

g = stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi

i = kalkulovaná úroková míra. (Kislingerová, 2001, s. 168)

Využit tento model je vhodné v případě, kdy podnik rychle roste, nebo v případě, že dojde ke stabilizaci parametrů pokračující hodnoty podniku až za dlouho a první fáze by u dvoufázové metody byla příliš dlouhá. (Mařík, 2011a, s. 201)

3.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Kislingerová (2001, s. 157) uvádí, že se jedná o velmi často používanou výnosovou metodu. Vychází z předpokladu, že hodnota firmy je primárně založena na jejích budoucích výsledcích, nikoli na minulých či současných ukazatelích. Investora totiž zajímá, zda je hladina volného cash-flow trvale udržitelná a zda může dále růst. (Némethy, 2011, s. 111) Tato metoda se může vyskytovat v různých variantách a jednotlivé varianty se liší dle toho, jakým postupem hodnotu vlastního kapitálu získáme. (Koller, Goedhart a Wessels, 2010, s. 101)

3.1.1.1 Metoda DCF entity

Jak uvádí Mařík (2011b, s. 18), tuto metodu lze považovat za základní a v praxi nejrozšířenější. Výpočet probíhá ve dvou krocích. Tím prvním je vymezení peněžních toků, které jsou k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Tyto peněžní toky diskontujeme a získáme hodnotu podniku jako celku (brutto hodnota). Od ní je ale nutné odečíst hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a tím získáme hodnotu vlastního kapitálu (netto hodnota). (Mařík, 2011a, s. 165)

a) Vymezení volných peněžních toků

Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele představují toky, z nichž budou po uhrazení financí na rozvoj a fungování podniku uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů. (Kislingerová, 2001, s. 161) Jedná se o volné peněžní toky do firmy – free cash flow to firm (FCFF). Tyto prostředky bývají k dispozici vlastníkům, především na dividendy, a také věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků. (Mařík, 2011a, s. 170) V následující tabulce (Tab. 1) je znázorněn zjednodušený postup výpočtu volných peněžních toků do firmy.

Tab. 1 Postup výpočtu FCFF (Mařík, 2011b, s. 18)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
= Volné peněžní toky do firmy (FCFF)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) je generovaný hlavním provozem podniku a očištěný o jednorázové položky. Hodnotu podniku totiž tvoří pouze výsledky hospodaření trvalého charakteru. Neměl by v sobě mít započítány ani výnosy a náklady související s majetkem provozně nenutným. Korigovaný výsledek hospodaření je totiž výsledek generovaný pouze provozně nutným investovaným kapitálem. (Mařík, 2011a, s. 171; 2011b, s. 18-19)

b) Diskontní míra

Damodaran (2014, s. 517) vysvětluje, že v této variantě výpočtu slouží jako diskontní míra průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Ty představují požadavky na zhodnocení vloženého kapitálu investorů. (Mařík, 2011b, s. 20) Némethy (2011,

s. 112) ještě dodává, že tato metoda je velmi citlivá na výši WACC, je proto důležité, aby byl výpočet správný.

c) Ocenění

Na základě zvolené metody bude spočtena hodnota podniku jako celku – brutto hodnota podniku. Tuto hodnotu je nutné ještě upravit, přesněji odečíst hodnotu zpoplatněných cizích zdrojů k datu ocenění a výsledkem je netto hodnota – hodnota vlastního kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 170-171) Pokud je v podniku provozně nepotřebný majetek, je nutné jej v posledním kroku ještě přičíst k netto hodnotě a teprve poté je získána výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku. (Mařík, 2011a, s. 201)

3.1.1.2 Metoda DCF equity

Na rozdíl od metody „entity“, při použití této metody vyčíslujeme hodnotu pouze vlastního kapitálu na základě volných peněžních toků pro vlastníky – free cash flow to equity (FCFE). (Damodaran, 2014, s. 517)

a) Vymezení volných peněžních toků

Volné peněžní toky jsou vymezeny pouze pro vlastníky. Pokud máme spočítány volné peněžní toky do firmy, můžeme z nich poměrně snadno dopočítat toky pro vlastníky. Postup je uveden v následující tabulce (Tab. 2). Takto vypočítané peněžní toky v podstatě představují teoretické dividendy nebo výplaty podílů na zisku vlastníkům. (Mařík, 2011b, s. 22)

Tab. 2 Postup výpočtu FCFE (Mařík, 2011b, s. 22)

Volné peněžní toky do firmy (FCFF)
- Nákladové úroky * (1 – daňová sazba)
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Přijetí nového úročeného cizího kapitálu
= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)

b) Diskontní míra

Diskontní míra musí vždy odpovídat peněžním tokům, které pomocí ní budou diskontovány. Dochází tedy ke sladění obsahu čitatele a jmenovatele. (Kislingerová, 2001, s. 160) Proto v tomto případě musí být diskontní míra stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Ty odrážejí veškerá rizika vlastníků spojená s danými

peněžními toky, stejně tak očekávanou návratnost vlastníků. (Damodaran, 2014, s. 516-517)

c) **Ocenění**

U této metody dosazením do vzorce získáme rovnou netto hodnotu podniku. V případě existence provozně nepotřebných aktiv je ale opět nutné jejich přičtení v hodnotě k datu ocenění. (Mařík, 2011b, s. 23)

Kislingerová (2001, s. 173) uvádí, že „*modely pracující s FCFE používáme v praxi tehdy, jestliže se jedná o podniky s ustálenou finanční pákou – stabilizovanou strukturou financování*“. Mařík (2011b, s. 23) dodává, že bývá využita hlavně při oceňování bank a ostatních finančních institucí. V těchto institucích má totiž úročený cizí kapitál jiné postavení než v nefinančních podnicích a oceňování na úrovni „entity“ tudíž není vhodné.

3.1.1.3 **Metoda DCF APV**

Tato metoda, která je nejméně používaná, má však vcelku významné výhody. Jedná se o dvoukrokovou metodu, stejně jako v případě metody „entity“. (Mařík, 2011b, s. 23) Výsledná brutto hodnota je ale složená ze dvou částí. Zvláště se počítá výnosová hodnota nezadlužené firmy na základě volných peněžních toků do firmy, které jsou diskontovány nezadluženými náklady vlastního kapitálu. K této nezadlužené hodnotě se přičítá hodnota daňového štítu plynoucího z nákladových úroků v případě, že podnik je částečně financován úročeným cizím kapitálem. (Damodaran, 2014, s. 555)

a) **Vymezení volných peněžních toků**

Využívají se volné peněžní toky, které jsou vyprodukovány celým provozem podniku. Jedná se tedy o toky na úrovni volných peněžních toků do firmy. (Damodaran, 2014, s. 555)

b) **Diskontní míra**

Jelikož je v prvním kroku počítána výnosová hodnota nezadlužené firmy, diskontní mírou jsou náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení. To vyjadřuje hypotetickou situaci, kdy je podnik financován zcela bez cizích zdrojů. (Koller, Goedhart a Wessels, 2010, s. 120)

c) **Hodnota daňového štítu**

Pokud je podnik částečně financován úročeným cizím kapitálem, je nutné vypočítat část hodnoty podniku, která je tvořena úsporami na daních v důsledku nákladových

úroků. Tyto úspory na daních se počítají jako součin nákladových úroků z cizího kapitálu a daňové sazby. (Damodaran, 2014, s. 555)

d) Ocenění

Volné peněžní toky, spolu s hodnotou daňového štítu, se vloží do vzorce pro dvoufázovou nebo třífázovou metodu výpočtu a je získána brutto hodnota podniku. Od ní je nutné, stejně jako v metodě „entity“, odečíst hodnotu cizího úročeného kapitálu k datu ocenění, aby byla získána netto hodnota. (Mařík, 2011b, s. 25)

Mařík (2011b, s. 25) vyzdvihuje velkou výhodou této metody. Tedy, že nemohou vzniknout chyby v ocenění v důsledku použití nesprávné struktury kapitálu a také, že lze vidět hodnotu produkovanou samotným provozem podniku a tou částí, která je tvořena daňovým štítem ze způsobu financování tohoto podniku.

3.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

„Koncept ekonomické přidané hodnoty byl poprvé zpracován v roce 1991 a jednalo se v mnoha ohledech o převratný posun v náhledu na finanční řízení podniku.“ Přístupy založené na ekonomické přidané hodnotě přinášejí spoustu výhod, lze je využít jak k hodnocení výkonnosti podniku, tak i k ocenění. Hlavní výhodou je kombinace hospodářského výsledku s velikostí rizika, které je s dosažením tohoto výsledku spojeno. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 155) Oblíbený je tento ukazatel zejména z důvodu překonání některých nedostatků dosud využívaných ukazatelů. Těmi jsou hlavně možnost vědomého ovlivnění účetních údajů, ze kterých ukazatele vycházejí, a nezohledňování časové hodnoty peněz, rizika a inflace. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 25)

Mařík (2011b, s. 96-98) uvádí, že stejně jako u metody diskontovaných peněžních příjmů, tak i u ekonomické přidané hodnoty existují jednotlivé varianty – entity, equity a APV. V následujícím textu však bude věnována pozornost pouze metodě „entity“, jelikož zbývající dvě se téměř nevyužívají. V prvním kroku je tedy vypočítána hodnota aktiv pro vlastníky i věřitele. Teprve potom je odečtením cizího kapitálu získána hodnota pouze pro vlastníky – netto hodnota. Samozřejmě nesmí být opomenuto ani přičtení případných neprovozních aktiv.

3.1.2.1 Základní výpočet ukazatele ekonomické přidané hodnoty

Jedná se o čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížen o náklady kapitálu. Vzorec pro výpočet je následující:

$$EVA = NOPAT - C * WACC \quad (3)$$

kde: EVA = ekonomická přidaná hodnota

NOPAT = čistý zisk z operační činnosti podniku

C (NOA) = čistá operační aktiva

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu. (Pinto et al., 2010, s. 250)

Koncept ekonomické přidané hodnoty je založen na ekonomickém modelu a pro jeho výpočet je nutné některá účetní data upravit tak, aby více odpovídala realitě a potřebám akcionářů. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 309) Provozní výsledek hospodaření po odpočtu daní se totiž zcela neshoduje s provozním výsledkem hospodaření uvedeným v účetních výkazech dle českých účetních předpisů. Stejně tak není zcela jednoznačné vymezení čistých operativních aktiv, které velmi záleží na konkrétní situaci a podnikatelské činnosti podniku. Mezi těmito dvěma ukazateli musí být zachována vazba. Čistý provozní výsledek hospodaření by totiž měl obsahovat pouze výnosy a náklady související s aktivy, která jsou obsažena v čistých operativních aktivech. (Mařík, 2011a, s. 284-285)

Dále je k předchozímu výpočtu nutné dodat, jak upozorňují Pavelková a Knápková (2012, s. 52), že hodnota NOPAT je dosazována v částce ke konci roku, kdežto hodnota NOA je ze začátku roku – tedy z konce roku předchozího.

3.1.2.2 Propočet čistých operativních aktiv

Východiskem k tomuto výpočtu je rozvaha, je však nutné provést několik úprav. Hlavním úkolem je vyřadit neoperativní aktiva, která neslouží k zajištění provozu podniku. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 309) Tento krok je potřeba provést i u ostatních metod. Dále je ale nutné vyloučit mimořádné položky. Tento krok souvisí s mimořádnými náklady a výnosy obsaženými ve výsledku hospodaření, které jsou kumulovány v rozvaze. (Mařík, 2011a, s. 286-287)

Největší změnou oproti ostatním metodám je však převod účetních dat na „ekonomická“ data. Toho je dosaženo zahrnutím veškerých aktiv, která podnik využívá, ale která nejsou zachycena v účetnictví – například leasing. V rámci úpravy rozvahy je vhodné i aktivovat náklady na reklamu, vzdělávání, výzkum a vývoj, které přinášejí firmě dlouhodobý užitek, ale byly jednorázově zahrnuty do nákladů. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 58-59) Mařík

(2011a, s. 287-288) ještě doplňuje, že je nutné veškerá aktiva vyjádřit v ocenění, které odpovídá jejich skutečné hodnotě. Hodnota uváděná v účetnictví totiž často neodpovídá realitě a je nutné tento majetek přecenit.

3.1.2.3 Určení velikosti operačního výsledku hospodaření

Jak již bylo uvedeno, pro určení NOPAT je důležité dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou některá aktiva zařazena do NOA, poté je nutné, aby náklady a výnosy s nimi spojené byly zařazeny do NOPAT. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 62)

Mařík (2011a, s. 290) uvádí, že výpočet čistého zisku z operační činnosti vychází buď z výsledku hospodaření za běžnou činnost, nebo z provozního výsledku hospodaření. Na tuto výchozí veličinu je potřeba aplikovat jednotlivé úpravy, které zohledňují dopady úprav účetních dat na data „ekonomicky“ správnější. Úpravy jsou následující:

Tab. 3 Dopady úprav do NOPAT (Mařík, 2011a, s. 290-291)

	VH za běžnou činnost		VH z provozní činnosti
+	nákladové úroky	-	provozní výnosy z neoperačního majetku
-	výnosy z neoperačního majetku	+	výnosy z fin. majetku zahrnutého do NOA
+	náklady na neoperační majetek	+	provozní náklady na neoperační majetek
+	odpisy goodwillu	+	odpisy goodwillu
+	původní náklady s investičním charakterem	+	původní náklady s investičním charakterem
-	odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů	-	odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
+	leasingová platba	+	leasingová platba
-	odpisy majetku pronajatého na leasing	-	odpisy majetku pronajatého na leasing
-	neobvyklé zisky	-	neobvyklé zisky
+	neobvyklé ztráty	+	neobvyklé ztráty
	eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv		eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv
	úprava daní na úroveň NOPAT		úprava daní na úroveň NOPAT

V přechodí tabulce (Tab. 3) lze vidět podrobně rozepsané úpravy a jejich rozdíl v případě, že se vychází z výsledku hospodaření za běžnou činnost a z provozního výsledku hospodaření. Pokud je upravován výsledek hospodaření z běžné činnosti, je nutné vyloučit placené úroky z finančních nákladů, jelikož při jejich ponechání by se projevíly ve výpočtu ekonomické přidané hodnoty dvakrát. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 62)

3.1.2.4 Ocenění

Ocenění podniku poté probíhá následovně. K čistým operativním aktivům (NOA) je přičtena tržní přidaná hodnota, což je současná hodnota budoucích ekonomických přidaných hodnot. Diskontní mírou jsou v tomto případě průměrné vážené náklady kapitálu. Jak již bylo uvedeno dříve, tímto výpočtem je získána pouze brutto hodnota. K získání hodnoty vlastního kapitálu je nutné odečtení úročených dluhů a přičtení neoperativních aktiv. (Mařík, 2011a, s. 295-297)

3.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Dle Kislingerové (2011, s. 153) se jedná o velmi jednoduchou a základní metodu na stanovení hodnoty podniku. Vochozka a Mulač (2012, s. 153) uvádějí, že má bohatou tradici především v Evropě. Ačkoliv je založena na stejném principu jako ostatní výnosové metody, tedy na velikosti očekávaných budoucích výnosů, existuje zde však významný rozdíl. Tyto budoucí výnosy nemají podobu peněžního toku jako v předchozích případech, ale dosahovaného zisku. „Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je tedy založena na akruálním principu, nikoliv na peněžním.“

Jedná se o metodu „equity“, výnosová hodnota podniku je počítána z výnosů pouze pro vlastníky a za využití úrokové míry na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Výsledkem je tedy již rovnou netto hodnota vlastního kapitálu. (Mařík, 2011b, s. 241) Metoda je založena především na minulé výkonnosti podniku, jak vysvětluje Kislingerová (2001, s. 153). Základní myšlenkou je, že hodnotu podniku je možné odvodit od hodnoty trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Vzorec pro výpočet je následující a lze z něj vyčíst, že se jedná v podstatě o věčnou rentu:

$$H = \frac{\text{trvale udržitelný zisk}}{i} \quad (4)$$

kde: i = kalkulovaná úroková míra.

Existují dvě varianty této metody. Ta první vychází z předpokladu, že čistý výnos podniku by měl být určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji. Tato varianta je rozšířena hlavně v akademických kruzích a tímto přístupem se téměř ztotožňuje s metodou diskontovaných peněžních toků „equity“. Druhou variantou, která je využívána spíše v praxi, je odvození čistých výnosů z výsledků hospodaření – tedy nákladů a výnosů. (Mařík, 2011a, s. 257-258)

Kislingerová (2001, s. 154) ještě uvádí, že pokud se někdo rozhodne k ocenění touto metodou, stojí před ním velký úkol, kterým je vcelku podrobná analýza účetních výkazů z minulých let. Je nutné prověřit, zda podnik věnoval dostatečnou pozornost například opravám a údržbě majetku. Pokud by tyto činnosti byly zanedbány, bylo by možné v budoucnu předpokládat vyšší náklady. Dále je nutné věnovat pozornost odpisům a jednorázovým položkám. Neméně důležité je prověřit opravné položky a rezervy.

3.2 Ocenění na základě analýzy majetku

Tento druh ocenění vede ke zjištění majetkové podstaty podniku neboli substanční hodnoty. Princip majetkového ocenění podniku je v zásadě velmi jednoduchý a srozumitelný, majetková hodnota je totiž definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od této hodnoty je odečtena suma individuálně oceněných závazků. Výsledek majetkového ocenění je pak dán hlavně množstvím a strukturou položek majetku a také pravidly jeho ocenění. Měly by být zahrnuty takové položky majetku, na které byly vynaloženy výdaje a od kterých se dá očekávat příspěvek k výsledkům hospodaření podniku. (Mařík, 2011a, s. 321)

3.2.1 Likvidační hodnota

V případě, že se v rozumném časovém horizontu nepředpokládá dlouhodobá existence podniku, dostáváme se k ocenění likvidační hodnotou. V této situaci přestávají být výstupy z účetnictví základem, ze kterého ohodnocení podniku může vycházet, a hodnota bývá mnohem nižší. (Kalouda, 2015, s. 240) „*Podstata této metody spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Předpokládá se, že podnik ukončí svou činnost, jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku, včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku.*“ (Dluhošová, 2010, s. 179)

Pokud se podaří odhadnout, do jaké míry bude trh schopen vstřebat daný majetek a za jakou cenu, je již poměrně snadné vypočítat likvidační hodnotu. Od příjmů z prodeje je nutné odečíst výdaje spojené s likvidací, na vyrovnání dluhů a na úhradu případných daní. Pokud však podnik nějakou dobu ještě pokračuje v činnosti, je nutné ještě k výsledné hodnotě přičíst a odečíst běžné podnikové příjmy a výdaje. (Mařík, 2011a, s. 322)

Kislingerová (2001, s. 144) ale uvádí, že oceňování likvidační hodnotou nemusí nutně znamenat neúspěch a nevýhodu pro majitele. Pokud je likvidační hodnota podniku vyšší než

hodnota podniku stanovená výnosovou metodou, může být likvidace zajímavým řešením pro vlastníky. Ti tímto způsobem získají více, než kdyby byl podnik dále v chodu.

3.2.2 Ocenění za předpokladu pokračování podniku

Dle Maříka (2011a, s. 324) existuje v případě pokračování podniku více možností, jak jednotlivé položky ocenit: ocenění na bázi historických cen, ocenění na bázi reprodukčních cen, ocenění na bázi uspořené nákladů a ocenění na bázi tržních hodnot.

V prvním případě, tedy při oceňování na základě historických cen, se jedná v podstatě o účetní hodnotu aktiva. Vychází se ze stavových veličin, které poskytuje rozvaha. Nejprve jsou oceněny jednotlivé složky aktiv zvlášť, jejich součtem je poté dosaženo celkové hodnoty aktiv. Po odpočtu hodnoty dluhů je zjištěna netto hodnota vlastního kapitálu. Výhodou je snadná dostupnost dat a jednoduchý výpočet, nejedná se ale o přesnou metodu. (Dluhošová, 2010, s. 178) Přes veškeré výhrady však má své opodstatnění, především pro analytiku zabývající se „vnitřní“ hodnotou. Účetní hodnota totiž vyjadřuje původní rozsah investovaného kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 128)

Substanční metoda neboli metoda na bázi reprodukčních cen patří podle Kislingerové (2001, s. 128-129) k tradiční metodě, která má své opodstatnění dodnes. Je však využívána hlavně v ekonomikách s dlouhodobě nízkou inflací. Cílem této metody je zjistit, kolik by stálo znovuvybudování podniku. (Mařík, 2011a, s. 324) Jsou zjišťovány reprodukční pořizovací ceny jednotlivých aktiv snížené o případné opotřebení a o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění. (Dluhošová, 2010, s. 178) Váchal a Vochozka (2013, s. 145) upřesňují, že tato metoda respektuje faktor času, díky tomu hodnotu majetku zobrazuje reálněji než účetní metoda. Nerespektuje však výnosnost podniku.

Ocenění na principu úspory nákladů se využívá při rozhodování mezi koupí a vybudováním podniku. Nedochozí zde k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku, není zjištěna přímo hodnota jednotlivých položek, pouze peněžní toky s nimi spojené. Naproti tomu v případě tržního ocenění je hodnota stanovena jako součet tržních hodnot jednotlivých majetkových položek snížený o závazky. Tento typ ocenění se používá u investičních společností a společností holdingového typu. (Mařík, 2011a, s. 327-329)

3.3 Metody založené na analýze trhu

Výsledkem těchto metod je zjištění, za jakou cenu se daný statek na trhu běžně prodává. Tento druh metod má tedy nejbliž i běžným občanům, kteří v případě potřeby něco prodát

musí vždy zjistit, jakou částku je asi možné požadovat. (Mařík, 2011a, s. 303) Hodnota aktiv se totiž v čase mění. Využití tržního přístupu k hodnocení tedy mnohem lépe odráží skutečnou hodnotu než využívání informací z účetnictví. (Damodaran, 2014, s. 146-147) Jak uvádí Hitchner (c2006, s. 267), hodnota je zjištěna díky srovnatelným společnostem, jejichž hodnota je již známá. Tato situace nastává v případě, že je společnost buď veřejně obchodována, nebo byla nedávno prodána a podmínky prodeje byly zveřejněny. Existují dva základní přístupy založené na analýze trhu. Těmi jsou přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnávání. (Mařík, 2011a, s. 303)

3.3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Srovnání probíhá s veřejně obchodovanými společnostmi, které působí v podobném sektoru a nejlépe také v podobné geografické oblasti. Výhodou této metody je, že díky burze jsou k dispozici nejnovější cenové nabídky – tržní cena akcií. (Némethy, 2011, s. 113) Mařík (2011a, s. 303) uvádí, že pokud se vynásobí aktuální cena akcií počtem těchto akcií, získáme tržní kapitalizaci. Ta ovšem není stejná jako tržní hodnota firmy. Nelze totiž pracovat pouze s poslední dostupnou tržní cenou a nevzít v úvahu její volatilitu. Často se tedy vychází z průměrné ceny za poslední období. Dalším problémem je vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou, jelikož aktuální tržní cena vychází pouze ze zlomku akcií, které byly prodány. Při prodeji všech akcií by totiž byla cena jiná. Závěrem je, „*že při koupi většího podílu akcií je cena vyšší oproti předcházejícímu stavu o 20-50 %*“.

3.3.2 Ocenění metodou tržního porovnávání

V případě oceňování jiné než akciové společnosti nebo společnosti, jejíž akcie nejsou veřejně obchodovány, je nutné využít metodu tržního porovnávání. (Mařík, 2011a, s. 304) Tím je myšleno, že tržní hodnota aktiva je odvozena z informací o cenách nebo tržních hodnotách stejných nebo podobných aktiv. (Pinto et al., 2010, s. 259) Aktivem se tedy myslí nějaká srovnatelná společnost v rámci daného odvětví a také z podobného ekonomického prostředí jako oceňovaná společnost. Jsou potřebné podobné makroekonomické faktory, perspektiva růstu atd. (Némethy, 2011, s. 112-113)

Tuto metodu lze ale využít pouze v případě, že rozdíly jsou malé. Pokud tomu tak není, nastávají s využitím této metody problémy. Nejlepší podmínky k využití této metody jsou ve Spojených státech, a jelikož tamní možnosti se dají považovat za žádoucí, nemělo by chybět uvedení jednotlivých metod tržního porovnávání, které se tam využívají. Těmi jsou:

metoda srovnatelných podniků, srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu, metoda srovnatelných transakcí a metoda odvětvových multiplikátorů. (Mařík, 2011a, s. 304-305)

V souvislosti s tržními metodami by měla být zmíněna ještě metoda průměrné hodnoty. V tomto případě je cena podniku určena jako aritmetický průměr výnosové a substanční metody. Výnosové i substanční hodnotě jsou však přiřazeny váhy dle odvětví. Použitím této metody se částečně eliminují nedostatky jak substanční hodnoty (abstrahování od současné a budoucí hodnoty výnosů), tak i výnosové metody (nedostatečné zachycení skutečné hodnoty využívaného majetku). (Váchal a Vochozka, 2013, s. 143)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

Alpiq Generation (CZ) s.r.o. je dynamickou a neustále se rozvíjející společností, která nabízí řadu energetických produktů a služeb. Tato společnost s ručením omezeným vznikla dne 11. listopadu 2002 a sídlí v Kladně. (Alpiq Generation, © 2016) Hlavním předmětem činnosti společnosti je:

- výroba a distribuce elektřiny, obchodování s elektřinou
- výroba a rozvod tepelné energie
- distribuce plynu a obchod s plynem
- výroba a rozvod tlakového vzduchu
- nakládání s odpady a s nebezpečnými odpady
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení, plynových zařízení, tlakových zařízení
- provozování neveřejných vodovodů a neveřejných kanalizací
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví a vedení daňové evidence
- vodoinstalátérství a topenářství
- zámečnictví a nástrojářství
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů, elektronických a telekomunikačních zařízení. (Výroční zpráva Alpiq Generation (CZ) s.r.o., 2014)

Společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. je součástí konsolidačního celku mateřské společnosti, která má podíl na základním kapitálu ve výši 100 %. Touto mateřskou společností, která je zároveň i mateřskou společností celé skupiny, je Alpiq AG, Švýcarská konfederace. (Výroční zpráva Alpiq Generation (CZ) s.r.o., 2014)

4.1 Historie

Projekt společnosti ECK Generating – předchůdce společnosti Alpiq Generation (CZ) – byl vypracován již v roce 1997 díky společnému úsilí amerických společností (NRG Energy, El Paso Energy, Mosbacher Power Partners, L. P. a TECO Power Services Corp.) a Středočeské energetické, a.s. (Alpiq Generation, © 2016)

V roce 2002 však prodala společnost NRG Energy svůj 44,5% obchodní podíl společnosti Atel (nyní Alpiq), přední švýcarské energetické společnosti. V roce 2003 společnost Atel

odkoupila 44,5% podíl od ostatních zahraničních majitelů a stala se tak majitelem 89% podílu ve společnosti. Dne 1. ledna 2007, odkoupením zbývajících podílu od Středočeské energetické, se švýcarská společnost stala jediným majitelem společnosti. (Alpiq Generation, © 2016)

Alpiq Generation (CZ) s.r.o. aktuálně provozuje elektrárnu v Kladně a teplárnu ve Zlíně. Stavební práce v areálu Energetického centra Kladno byly zahájeny v roce 1997 a výstavba elektrárny byla ukončena za méně než tři roky. V roce 2011 byla ukončena fúze mezi společnostmi Alpiq Generation (CZ) s.r.o. se společností Alpiq Zlín s.r.o., jejíž počátky jsou datovány již od roku 1926, kdy byl založen samostatný energetický závod ve Zlíně. Postupem času však zlínská elektrárna, stejně jako kladenská, prošla změnou majitelů, až se v roce 2005 stala majitelem švýcarská společnost Atel. (Alpiq Generation, © 2016)

4.2 Technické informace

Společnost provozuje kladenskou elektrárnu se třemi uhelnými bloky a dvěma plynovými turbínami o celkovém elektrickém výkonu 524 MWe. Dále také zlínskou teplárnu se dvěma fluidními bloky a několika plynovými zdroji o celkovém elektrickém výkonu 64 MWe. Je významným dodavatelem elektrické energie do distribuční soustavy, lokálních distribučních soustav, významným poskytovatelem podpůrných služeb pro společnost ČEPS, dodavatel tepla pro města Kladno a Zlín. (Výroční zpráva Alpiq Generation (CZ) s.r.o., 2014)

4.3 Filosofie společnosti

Společnost klade velký důraz na partnerství, řešení šitá na míru, pohodlí zákazníků a zdraví. Veškerou energii společnost vynakládá na vytváření trvalých vztahů se zákazníky, které jsou založeny na vzájemných výhodách, otevřenosti a důvěře. Díky pokročilé technologii a vnitřním normám řízení procesů je možnost nabízet zákazníkům řešení šitá na míru, která poskytují maximální přínos. Dále je držen neustálý krok s vývojem a úspěšná implementace nových technologií. Díky trvalým investicím do moderních technologií je zajištěna ochrana životního prostředí. (Alpiq Generation, © 2016) Společnost si také velmi zakládá na svém programu bezpečnosti práce a ochrany zdraví při práci, díky němuž pracuje již více než 10 let bez pracovního úrazu, je nositelem různých ocenění v této oblasti a držitelem několika certifikací. (Výroční zpráva Alpiq Generation (CZ) s.r.o., 2014)

5 STRATEGICKÁ ANALÝZA

V následující kapitole bude provedena strategická analýza, jejímž úkolem je na základě analýzy makroprostředí, mikroprostředí a vymezení relevantního trhu určit výnosový potenciál společnosti a vytvořit prognózu tržeb.

5.1 Analýza makroprostředí

Pro makroekonomickou analýzu bude využita PEST analýza, která je zaměřena na politické, ekonomické, sociální a technologické prostředí ovlivňující danou společnost.

5.1.1 Politické a legislativní prostředí

Společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. poskytuje své služby v České republice. Není ovšem ovlivněna pouze tamější politickou situací a legislativními předpisy. Díky vstupu České republiky do Evropské unie podléhá společnost i jejím předpisům. Navíc vzhledem k faktu, že spadají pod mateřskou společnost sídlící ve Švýcarsku, je potřeba sledovat opravdu veškeré dění v okolí, neomezovat se pouze na Českou republiku.

Díky povaze podnikání musí společnost kromě obvyklých zákonů týkajících se daní, obchodních korporací, účetnictví či zákoníku práce dbát hlavně také na dodržování příslušných předpisů souvisejících s kvalitou, environmentálním právem, ochranou zdraví a bezpečností práce. Do všech těchto oblastí společnost investuje jak čas, tak i nemalé finance. (Alpiq Generation, © 2016)

Výraznou změnou v daňové oblasti, která se společnosti dotýká, je povinnost od roku 2016 podávat kontrolní hlášení DPH v elektronické podobě. Toto hlášení však nenahrazuje řádné daňové přiznání k DPH, ani souhrnné hlášení. Pouze nahrazuje původně samostatný výpis z evidence pro účely DPH. (Finanční správa, © 2013-2016) Co se účetnictví týče, to prošlo velkou změnou a od roku 2016 platí nová kategorizace účetních jednotek, konsolidačních skupin i například rozsah a podoba účetních výkazů. (Daňáři online, © 2016)

Dohled nad energetickým trhem v České republice má Energetický regulační úřad, který se stará o regulace cen, ochranu zájmů spotřebitelů či šetření soutěžních podmínek. Regulace cen však spočívá pouze v cenách za distribuci. Například ceny silové elektřiny nemohou být regulovány a vycházejí ze situace na domácích i okolních trzích. (ERÚ, © 2014)

Snad nejvýznamněji stát ovlivnil toto odvětví podporou solárních elektráren v období kolem roku 2010, kdy byl zaznamenán velký boom v této oblasti. Nyní, v roce 2016, navíc vstoupila v platnost novela energetického zákona, na základě které budou podporovány malé fotovoltaické elektrárny. (OEnergetice.cz, © 2016)

5.1.2 Ekonomické prostředí

Jak lze vidět z následující tabulky (Tab. 4), vývoj hrubého domácího produktu (HDP) ani několik let po hospodářské krizi není zcela uspokojivý. I v letech 2012 a 2013 došlo k meziročnímu poklesu. Ten byl způsoben nižší spotřebou potravin a nápojů, což je důsledkem eskalací problémů v eurozóně. Meziroční růst inflace je, zvláště v posledních dvou letech, velmi mírný. Stojí za tím hlavně hluboký propad světových cen minerálních paliv. Dle predikce je však očekáván další meziroční růst HDP i inflace. Predikovaný růst HDP je pro rok 2016 ve výši 2,7 % a v roce 2017 by měl činit 2,6 %. Zvyšovat by se mělo tempo růstu inflace. V roce 2016 pouze mírně, ve výši 0,5 %. Pro rok 2017 je však již očekáván výraznější růst, a to 1,6 %. Pozitivně může ovlivnit ekonomický růst přetrvání současných nízkých cen komodit. Naopak rizikem pro Českou republiku může být jak nejistota přetrvávající na finančních trzích, tak i migrační krize či kauza koncernu Volkswagen. Je však těžké odhadnout míru dopadu těchto problémů na českou ekonomiku. (Ministerstvo financí ČR, © 2005-2013)

Tab. 4 Vývoj makroekonomických ukazatelů (Český statistický úřad, © 2016)

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vývoj HDP	-4,1 %	2,2 %	1,7 %	-1,1 %	-1,0 %	2,0 %	4,3 %
Vývoj inflace	1,0 %	1,5 %	1,9 %	3,3 %	1,4 %	0,3 %	0,3 %

Co však analyzovanou společnost velmi ovlivnilo, byla nečekaná intervence České národní banky (ČNB) v roce 2013. Nehledě na fakt, že přetrvání výraznějších tlaků na zhodnocení kurzu koruny pod hranici 27 CZK/EUR by mohlo být pro českou ekonomiku i nadále rizikem a ČNB vůči těmto tendencím může v zásadě neomezeně intervenovat. (Ministerstvo financí ČR, © 2005-2013)

Vývoj cen energií na energetických burzách je však pro tuto společnost snad nejdůležitější. A je nutné zmínit, že tyto ceny stále klesají, v podstatě již od počátku finanční krize. Roli zde hraje jak pokles cen černého a hnědého uhlí, tak i emisních povolenek. Nižší poptávku

způsobuje i elektřina získaná z obnovitelných zdrojů, což je trend, který se stále více rozmáhá. Všechny tyto faktory tedy tlačí ceny energií stále níž. (OEnergetice.cz, © 2016)

5.1.3 Sociální prostředí

Zvyšování počtu obyvatel České republiky analyzované společnosti samozřejmě prospívá. Služby, které Alpiq Generation (CZ) s.r.o. poskytuje, budou potřeba vždy a potřebují je všichni. Problémem pro tuto společnost však může být úroveň vzdělání obyvatelstva a získávání kvalifikovaných zaměstnanců. (Český statistický úřad, © 2016)

Studentů neustále přibývá. Pouze zlomek z nich se ale rozhodne studovat odborně zaměřenou střední školu. Většina jich míří na vysokou školu a sní o manažerské pozici. Tento trend analyzované společnosti způsobuje nemalé problémy s nalezením pracovníků, kteří jsou schopni kvalitně pracovat a také ochotni manuálně pracovat. (Český statistický úřad, © 2016)

5.1.4 Technologické prostředí

Vývoj technologií je pro společnost klíčový. Jelikož se jedná o obor, který se přímo dotýká životního prostředí, společnost se snaží neustále investovat do nových a moderních zařízení. Ta jsou samozřejmě v souladu s předpisy ohledně ochrany životního prostředí a bezpečnosti. Tyto nové technologie ovšem představují také nezbytné finanční výdaje. Potěšující zprávou je alespoň možnost čerpání dotací z Evropských fondů. (Alpiq Generation, © 2016)

Co však společnosti nesvědčí, to je soustředění vývoje na úsporu energií. V posledních letech se stále více rozmáhají energeticky úsporné spotřebiče. To by mohlo poptávku po elektřině snížit. Dochází ovšem ke kompenzaci těchto ztrát prostřednictvím zvyšování množství a i potřeby různých elektronických zařízení. I přes jejich energetickou úsporu, poptávka po elektřině tedy výrazně neklesá. To odpovídá i Jevonsovu paradoxu, který zvýšení spotřeby vysvětluje tím, že se snižují náklady na provoz těchto zařízení a z toho důvodu je začne využívat více lidí. (Alcott, 2005, s. 9) Samozřejmostí jsou také izolace budov, takže zateplování domů a instalace kvalitních oken je zcela běžnou praxí. Pokud se vezme v úvahu i trend solárních panelů na střechách domů a možnosti ostatních alternativních zdrojů energie, poptávka po službách této společnosti by mohla být negativně ovlivněna.

Na druhou stranu použití alternativní zdrojů energie lze v podmínkách České republiky rozvíjet pouze po omezenou dobu. Vše totiž záleží na přírodních podmínkách a je konfronto-

váno s „negativním“ vlivem na přírodu a okolí. Solární elektrárny jsou sice šetrné k životnímu prostředí, i tak se najdou jejich odpůrci, jelikož je nutné panely někde umístit, nejčastěji na rozlehlou louku či pole. Vybudovat další vodní elektrárnu je v našich podmínkách téměř nemožné a postavit větrnou elektrárnu také nelze kdekoliv. Navíc s rostoucím instalovaným výkonem alternativních zdrojů je potřeba mít stejný výkon instalovaný v podpůrných službách, které zajišťují vyváženost dodávky a odběru elektrické energie. Alternativní zdroje energie totiž nejsou schopny dodávat plný výkon 24 denně a 7 dní v týdnu. Na základě předchozích důvodů, i přes některé nepříznivé okolnosti, není budoucnost této společnosti výrazně ohrožena.

5.2 Analýza mikroprostředí

Do této analýzy patří analýza příslušného odvětví oceňovaného podniku. Jedná se o identifikaci jeho základních charakteristických rysů jako citlivost na změny hospodářského cyklu, způsoby vládní regulace a struktura a vývoj tohoto odvětví.

5.2.1 Odvětví

Energetický průmysl je zařazen k cyklickým odvětvím. To znamená, že je závislý na hospodářském cyklu a v případě expanze dosahuje velmi dobrých výsledků. V období recese poptávka klesá a výsledky stagnují. Vzhledem k tomu, že Česká republika se poslední dobou opět dostává do růstové fáze, je možné předpokládat alespoň mírné zlepšení výsledků v tomto odvětví a samozřejmě i samotné společnosti.

Toto odvětví je poměrně výrazně regulováno. Ústředním orgánem státní správy, který má za úkol dohled nad energetickým trhem v České republice, je Energetický regulační úřad. Ten vydává cenová rozhodnutí, různé kvantitativní i kvalitativní statistiky, chrání zájmy zákazníků a podporuje hospodářskou soutěž v oblasti výroby a distribuce elektřiny, tepla a plynu. Postupuje nezávisle a řídí se zákony a právními předpisy. Nesmí přijímat ani vyžadovat jakékoliv pokyny od prezidenta, Parlamentu, vlády, ani kteréhokoliv jiného orgánu výkonné moci. Úřad uděluje také licence opravňující podnikání v této oblasti. Udělení licence probíhá až po posouzení mnoha podmínek a předpokladů. Těmi jsou klasické podmínky jako svéprávnost, bezúhonnost a odborná způsobilost. Dále se posuzují finanční a technické předpoklady žadatele. Je tedy možné říci, že existují poměrně významné bariéry vstupu do tohoto odvětví. (ERÚ, © 2014)

Dalším faktorem, který ovlivňuje vývoj odvětví, je působení blízkého okolí. To tvoří: noví konkurenti, nové výrobky a služby, vyjednávací schopnosti dodavatelů a odběratelů a také soupeření mezi již existujícími konkurenty. První dva atributy jsou v podstatě bezvýznamné. Příchod nových konkurentů je vcelku komplikovaný a existuje velmi malá pravděpodobnost, že by nějaká nová firma mohla tuto stávající společnost s již významným množstvím jak vybavení, tak i zkušeností, ohrožit. Vzhledem k charakteru produktů a služeb, které společnost poskytuje, nejspíše nemůže nastat situace, že by ji jiná společnost mohla ohrožit poskytováním nového produktu. Navíc společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. poskytuje i podpůrné služby společnosti ČEPS, což je velkým pozitivem.

Co se týká dodavatelů a odběratelů, tam již společnost musí být opatrnější. Mezi hlavní zákazníky patří sesterská společnost Alpiq Energy SE, dále také ČEZ, ČEPS, TEPO Kladno a Teplo Zlín. Ztráta některého z těchto zákazníků by pro společnost byla velmi problematická. Významným dodavatelem jsou Severočeské doly. Dopravu zajišťuje Advanced World Transport, plyn poskytuje RWE Energie, vápenec Lhoist Group a odvoz popelovin zajišťuje HPZS OKD. Vzhledem ke složitým technologiím by bylo nalezení nového dodavatele pro společnost náročné. Ovšem Alpiq Generation (CZ) s.r.o. pro tyto firmy také představuje partnera a zákazníka, o kterého by neradi přišli. Vztahy s dodavateli jsou pro případ nějakých neshod pojištěny dlouhodobými smlouvami. I přesto jsou ale dodavatelsko-odběratelské vztahy založeny na vzájemné spolupráci, výhodnosti pro obě strany a dobrých zkušenostech z minulosti.

Jak již bylo uvedeno, noví konkurenti nepředstavují reálnou hrozbu. Současná konkurence je však zcela dostačující. Cenovou konkurenci pro oblast elektřiny představují obnovitelné zdroje. V oblasti podpůrných služeb jsou největšími konkurenty ČEZ a EPH. U tepla jsou za konkurenci považovány lokální topeniště. Společnost se tedy musí o naprosto všechny zákazníky starat a dbát na to, aby neodešli. V dnešní době je snadné změnit dodavatele elektřiny a tepla. Lidé již nejsou tak konzervativní, jako dříve, nezůstávají u společnosti pouze ze zvyku či lenosti. Pokud se objeví výhodnější nabídka, není problém změnit firmu.

5.3 Vymezení relevantního trhu

Na základě klasifikace ekonomických činností dle CZ-NACE spadá společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. pod označení číslo 35 – Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu. Z územního hlediska společnost působí pouze v České republice, a to ve Zlíně a v Kladně. Ve Zlíně je provozována Teplárna Zlín, která dodává energii a teplo pro

domácnosti a firmy v regionu. Elektrárna provozovaná v Kladně je svým výkonem jedním z největších nezávislých výrobců elektrické a tepelné energie v České republice.

5.3.1 Vývoj relevantního trhu a prognóza tržeb

V následující tabulce (Tab. 5) je uvedeno srovnání tržeb celého trhu a tržeb analyzované společnosti, spolu s vývojem HDP. Vzhledem k absenci dat z odvětví za rok 2015 a z důvodu srovnání delšího časového vývoje jsou použita data za roky 2009-2014. Lze si všimnout, že tržby daného trhu se vyvíjí každým rokem zcela jinak. V roce 2014 dokonce došlo až k poklesu tržeb v odvětví. U tržeb společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. lze zaznamenat rostoucí tendenci v každém roce, kromě roku 2010, kdy došlo k výraznému poklesu. To však bylo způsobeno ještě dozvuky hospodářské krize a také zahájením rozsáhlého dotačního projektu ministerstva životního prostředí – Zelená úsporám. Ten totiž slouží ke snižování energetické náročnosti budov a v tomto období se výrazně projevily výsledky tohoto programu. Od té doby se ale tržby společnosti zvyšují. Jelikož se vyvíjejí zcela jinak než tržby daného trhu, nelze na základě tohoto vztahu odhadnout budoucí vývoj a stanovit prognózu. Vzhledem k tomu, že energetika je uváděna jako cyklické odvětví, bylo provedeno srovnání tržeb s vývojem HDP. V případě pozitivního vztahu mezi těmito dvěma veličinami by na základě predikce HDP došlo i k predikci vývoje tržeb analyzované společnosti. Tento vztah tržeb analyzované společnosti k vývoji HDP byl však na základě regresní analýzy klasifikován jako nedostatečný, a tudíž ani tento způsob predikce není možný. Z výše uvedených důvodů bude prognóza tržeb společnosti provedena na základě minulého vývoje jejích tržeb.

Tab. 5 Srovnání tržeb a HDP (Český statistický úřad, © 2016)

(v tis. Kč)	Tržby trhu	Změna	Tržby firmy	Změna	HDP b.c.	Změna
2009	731 210 886		4 225 681		3 921 827	
2010	752 098 580	2,86%	3 179 142	-24,77%	3 953 651	0,81%
2011	846 970 379	12,61%	3 843 945	20,91%	4 022 511	1,74%
2012	940 854 461	11,08%	4 086 313	6,31%	4 041 610	0,47%
2013	942 885 430	0,22%	4 676 386	14,44%	4 077 109	0,88%
2014	833 507 515	-11,60%	5 212 632	11,47%	4 260 886	4,51%

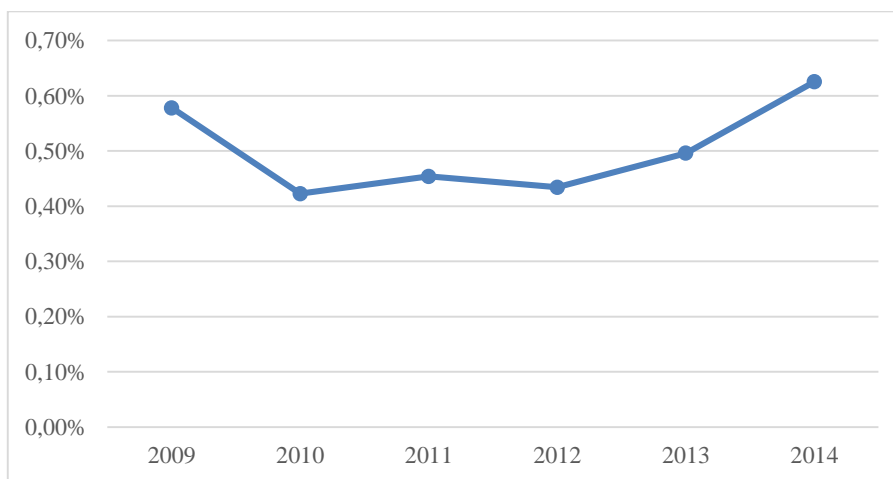
S pomocí programu Microsoft Excel a jeho funkce FORECAST, která na základě lineární regresní závislosti dopočítá hodnoty závislé proměnné na základě hodnoty nezávislé proměnné, byla provedena predikce tržeb analyzované společnosti. Meziroční růst tržeb byl pro

následující čtyři roky (2016-2019) tedy stanoven tímto způsobem a jeho hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce (Tab. 6). Na výraznější pokles tržeb v roce 2015 navazuje poměrně vysoký růst v následujícím roce. Zvýšení tržeb o 16,37 % se zdá být značně nereálné. Z toho důvodu a s přihlédnutím ke všem dostupným informacím by měl být tento vzrůst upraven na hodnotu 4,16 %, což je průměr predikovaných hodnot pro roky 2017 až 2019.

Tab. 6 Predikce tržeb (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Tržby	Změna
2011	3 843 945	
2012	4 086 313	6,31%
2013	4 676 386	14,44%
2014	5 212 632	11,47%
2015	4 386 571	-15,85%
<i>2016</i>	<i>5 104 641</i>	<i>16,37%</i>
<i>2017</i>	<i>5 325 798</i>	<i>4,33%</i>
<i>2018</i>	<i>5 546 955</i>	<i>4,15%</i>
<i>2019</i>	<i>5 768 112</i>	<i>3,99%</i>

Hodnoty okolo 4 % jsou již mnohem reálnější. Na základě předchozí analýzy a i mírně rostoucího tržního podílu společnosti v posledních letech se růst tržeb dá vskutku očekávat. Ovšem s ohledem na veškeré nepřijemnosti, kterým v dnešní době a i posledních letech toto odvětví čelí, a situaci, ve které se firmy tohoto odvětví nacházejí, je každoroční čtyřprocentní růst stále příliš vysoký. Z toho důvodu je nutné, aby byly tyto hodnoty ještě upraveny. Je potřeba vzít v úvahu predikci HDP, ve které je předpokládán poměrně mírný každoroční růst – ve výši 2,7 % pro rok 2016 a 2,6 % pro rok 2017.

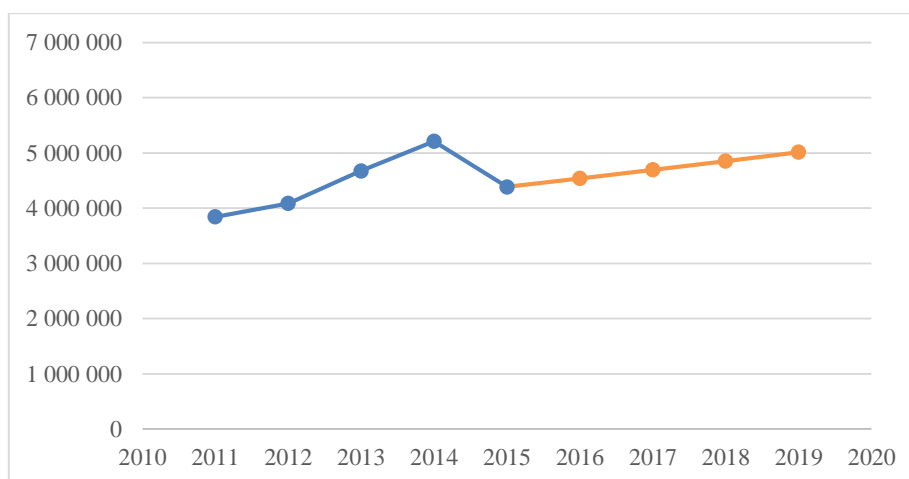


Obr. 2 Tržní podíl společnosti (vlastní zpracování)

Ačkoliv závislost tržeb společnosti na vývoji hrubého domácího produktu byla pro kompletní predikci tržeb na základě tohoto vztahu nedostačující, určitý vztah mezi nimi ale samozřejmě existuje. Proto, na základě strategické analýzy, ve které jsou zmíněny veškeré problémy, se kterými se společnost v tomto odvětví musejí potýkat a také s přihlédnutím k vývoji a predikci hrubého domácího produktu, došlo ke snížení predikovaného každoročního růstu tržeb. Bylo tak provedeno s využitím aritmetického průměru mezi predikcí tržeb a predikcí hrubého domácího produktu (pro roky 2018 a 2019 se uvažuje růst HDP jako v roce 2017). Ten již zcela odpovídá jak veškerým okolnostem, tak i reálným možnostem společnosti.

Tab. 7 Výsledná predikce tržeb (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Tempo růstu	3,43 %	3,47 %	3,38 %	3,29 %
Výše tržeb	4 536 972	4 694 234	4 852 725	5 012 549



Obr. 3 Výsledná predikce tržeb (vlastní zpracování)

5.4 Zhodnocení strategické analýzy

Z provedené analýzy vyplývá, že společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. splňuje předpoklad nepřetržitého trvání podniku a z toho důvodu bylo také možné provést predikci tržeb.

Bylo zjištěno, že společnost se potýká s množstvím okolností, které znesnadňují její rozvoj. Těmi jsou například různé legislativní nařízení ohledně životního prostředí či ochrany zdraví, neustálý dohled a cenové regulace Energetického regulačního úřadu, dále také nepříznivý vývoj cen energií na trhu. Spolu s vývojem energeticky úsporných spotřebičů, ale také domů a veškerých budov, by se mohlo zdát, že dnešní doba společnosti opravdu nepřeje.

Je ale nutné upozornit, že stále existuje několik významných faktorů, které zaručují, že i navzdory výše uvedeným skutečnostem se analyzovaná společnost o budoucnost bát nemusí. Významné bariéry vstupu do tohoto odvětví zajišťují, že se nemusí obávat nových konkurentů. Navíc společnost poskytuje veškeré produkty a služby v rámci daného odvětví (elektrina, teplo, plyn), hlavní výhodou je také spolupráce s firmou ČEPS. A jelikož v dnešní moderní době stále stoupá jak množství různých elektronických zařízení, tak i jejich stále větší potřebnost, kompenzuje se tím snižování jejich energetické náročnosti. Tento jev potvrzuje i Jevonsův paradox.

Po potvrzení faktu, že není dramaticky ohrožena činnost společnosti, byla provedena analýza vývoje tržeb. Na jejím základě poté byla provedena i prognóza jejich dalšího vývoje, jelikož vztah vývoje tržeb společnosti s vývojem tržeb na celém trhu, nebo s vývojem hrubého domácího produktu, nebyl ze statistického hlediska dostačující. Predikce byla provedena pro roky 2016-2019. Predikce však byla až příliš optimistická, a proto muselo dojít k její následné úpravě v podobě snížení každoročního tempa růstu. Výsledná prognóza tedy počítá s tempem růstu v průměru o 3,39 % ročně, které je dost mírné. Budoucí vývoj je však očekáván mnohem vyrovnanější a stabilnější než v předchozích letech. Od roku 2016 se dokonce počítá se snižováním tempa růstu tržeb v jednotlivých letech, jedná se však v každém případě stále o mezeroční zvýšení. Vzhledem k aktuální situaci společnost nemůže počítat s vyšším růstem, než je uveden.

6 FINANČNÍ ANALÝZA

V této kapitole bude zhodnoceno finanční zdraví společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. za použití účetních výkazů z posledních pěti let. Dojde k výpočtu různých ukazatelů finanční analýzy a také k jejich srovnání s daným odvětvím.

6.1 Absolutní ukazatele

Tyto ukazatele slouží k analýze vývojových trendů, tedy srovnání vývoje v časových řadách (horizontální analýza) a k procentnímu rozboru jednotlivých položek výkazů (vertikální analýza).

6.1.1 Analýza rozvahy

V následujících dvou tabulkách (Tab. 8, Tab. 9) je zobrazena vertikální a horizontální analýza majetkové struktury společnosti. Lze si na první pohled všimnout, že společnost má velmi vysoký podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech, ten činí až 90 %. V odvětví je sice běžný vyšší podíl dlouhodobého majetku, jeho výše se ovšem pohybuje okolo 65 %. Největší zastoupení má samozřejmě dlouhodobý hmotný majetek. Tam patří hlavně stroje, přístroje a zařízení jako fluidní, plynové a teplovodní kotle, turbogenerátory, úpravna vody či kompresorová stanice. Nemalý podíl na dlouhodobém hmotném majetku mají samozřejmě také stavby. Dlouhodobý majetek společnosti je odepsán zhruba z poloviny, může se tedy naskytnout otázka ohledně zastaralosti zařízení. Zde je ale nutné upozornit na fakt, že společnost neustále investuje do nových a moderních zařízení. Tyto investice se projevují také v položce nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku. Největší podíl na nehmotném dlouhodobém majetku má software, oproti dlouhodobému hmotnému majetku jsou však jeho hodnoty, spolu s dlouhodobým finančním majetkem, zanedbatelné. Přitom podíl dlouhodobého finančního majetku na aktivech v tomto odvětví obvykle činí přes 20 %.

Oběžná aktiva tvoří 7-12% podíl na celkových aktivech. Společnost má minimální zásoby, což je zcela běžné. Do zásob patří hlavně náhradní díly a materiál, dále také uhlí a topné oleje. Největší podíl na oběžných aktivech mají pohledávky, obzvlášť ty krátkodobé. Jejich podíl se ale kromě mírného navýšení v roce 2014 snižuje. Společnost každým rokem vytváří opravné položky k nesplaceným pohledávkám, které jsou vyhodnoceny jako pochybné. Krátkodobé pohledávky jsou tvořeny především pohledávkami z obchodních vztahů. Od roku 2010 společnost využívá se skupinou Alpiq systém zúčtování a vyrovnání plateb (Cash

pooling), který se týká všech transakcí v měně euro. Zůstatek této položky je v rozvaze vyčíslen v položce „Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba“, v případě kladného zůstatku. V případě záporného zůstatku je zařazen mezi závazky. Krátkodobý finanční majetek, který je tvořen především účty v bankách, tvoří nepatrný podíl na celkových aktivech společnosti. Náklady příštích období, které jsou součástí časového rozlišení, zahrnují především náklady na demolice a dekontaminace, které se postupně rozpouští do nákladů.

Tab. 8 Vertikální analýza majetkové struktury (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	87,10%	90,37%	92,02%	91,42%	91,27%
- nehmotný	0,75%	1,11%	0,01%	0,29%	0,06%
- hmotný	86,35%	89,27%	92,01%	91,13%	91,20%
- finanční	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	12,55%	9,32%	7,73%	8,32%	8,48%
Zásoby	2,81%	2,74%	2,76%	3,32%	3,63%
Pohledávky	7,66%	5,80%	3,47%	4,38%	3,39%
- krátkodobé	7,66%	5,65%	3,47%	4,38%	3,39%
Krátkodobý finanční majetek	2,08%	0,77%	1,49%	0,62%	1,46%
Časové rozlišení aktiv	0,35%	0,31%	0,25%	0,26%	0,25%

Suma aktiv v průběhu let mírně kolísá. K největšímu nárůstu došlo v roce 2013, což bylo způsobeno dokončením výstavby nového fluidního kotle. Za kolísáním hodnoty dlouhodobého nehmotného majetku stojí především software, vzhledem k jeho celkové hodnotě jsou však tyto pohyby bezvýznamné. Zajímavé jsou změny krátkodobého finančního majetku, k jehož snížení či zvýšení dochází každým rokem o více než 100 %. Do roku 2014 byly totiž z běžného účtu hrazeny faktury za nový Energetický blok K7, to způsobovalo výraznější pohyby na účtu. Snižování časového rozlišení aktiv je zapříčiněno každým rokem se snižující sumou, která je postupně rozpouštěna do nákladů po celou dobu původního trvání nájemní smlouvy, tedy až 40 let.

Tab. 9 Horizontální analýza majetkové struktury (vlastní zpracování)

	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014
AKTIVA	7,78%	10,68%	-5,39%	-6,92%
Dlouhodobý majetek	11,83%	12,70%	-6,01%	-7,08%
- nehmotný	59,15%	-98,83%	2 251,43%	-79,61%
- hmotný	11,42%	14,09%	-6,30%	-6,85%
- finanční	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	-19,99%	-8,15%	1,81%	-5,13%
Zásoby	5,46%	11,45%	13,69%	1,70%
Pohledávky	-18,41%	-33,72%	19,21%	-27,85%
- krátkodobé	-20,55%	-31,95%	19,21%	-27,83%
Krátkodobý finanční majetek	-60,08%	114,48%	-60,63%	117,96%
Časové rozlišení aktiv	-5,59%	-12,30%	-1,18%	-8,05%

Při pohledu na stranu pasiv (Tab. 10, Tab. 11) lze vidět, že společnost je financována z více než 60 % cizími zdroji. To je až o 10 % více, než je v daném odvětví obvyklé. Ovšem až na pokles v roce 2013 podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech společnosti roste. Většinový podíl na vlastním kapitálu je tvořen základním kapitálem. Kapitálové fondy společnost netvoří. Výsledek hospodaření běžného účetního období má v letech 2011 a 2013 záporný podíl na celkových pasivech, jelikož společnost v těchto letech vykázala ztrátu.

Z cizích zdrojů mají na celkových pasivech největší podíl dlouhodobé závazky, které se pohybují v průběhu let okolo 55-60 %. Ty jsou tvořeny úvěry poskytnutými spřízněnou společností. Zůstatky třech úvěrů byly v roce 2011 konvertovány do měny euro a sloučeny do jednoho úvěru. Jeden z úvěrů byl určen na výstavbu nového Energetického bloku K7, který byl uveden do užívání v roce 2014. Rezervy tvoří společnost na mzdy a odměny, soudní spory, ekologické škody a ostatní rizika. Ty však tvoří poměrně zanedbatelnou část pasiv. Krátkodobé závazky společnosti jsou také minimální. Bankovní úvěr měla společnost v průběhu analyzovaných let pouze jeden, od německé banky. Ten byl splatný v roce 2012 a ručila za něj Alpiq Holding AG. Časové rozlišení pasiv je v minimálních hodnotách a má tudíž zcela nepodstatný podíl na celkových pasivech.

Tab. 10 Vertikální analýza finanční struktury (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	36,29%	36,52%	31,80%	34,03%	37,51%
Základní kapitál	20,44%	18,97%	17,14%	18,11%	19,46%
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní a ostatní fondy ze zisku	1,22%	1,12%	1,14%	1,19%	1,31%
VH minulých let	15,28%	13,56%	14,70%	14,28%	15,78%
VH účetního období	-0,66%	2,88%	-1,18%	0,45%	0,97%
Cizí zdroje	63,71%	63,48%	68,20%	65,97%	62,49%
Rezervy	1,54%	1,21%	1,08%	1,15%	1,24%
Dlouhodobé závazky	57,00%	57,49%	55,73%	59,66%	57,50%
Krátkodobé závazky	3,12%	4,79%	11,39%	5,16%	3,75%
Bankovní úvěry	2,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Časové rozlišení pasiv	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Celková suma pasiv, samozřejmě stejně jako suma aktiv, mírně kolísá. Hodna vlastního kapitálu, až na pokles v roce 2013, však roste. A to i přes skutečnost, že hodnota základního kapitálu zůstává v průběhu všech pěti let neměnná. Rezervních fond zaznamenal v některých letech pokles, jelikož došlo k jeho snížení z důvodu uhrazení vzniklé ztráty v letech 2011 a 2013. Výsledek hospodaření minulých let byl z důvodu dosažení záporného výsledku hospodaření a úhrady této ztráty také snižován. Výsledek hospodaření běžného období hodně kolísal. To bylo způsobeno hlavně výsledkem hospodaření z finanční činnosti, který je ovlivněn kurzovými zisky a ztrátami. Krátkodobé závazky zaznamenaly v letech 2012 a 2013 výrazný nárůst, v roce 2013 až o 163,25 %. Ten byl způsoben zejména zvýšením položky dohadné účty pasivní, tedy nevyfakturovanými dodávkami. V tomto roce společnost prodala emisní povolenky a nebyla jí do konce roku vystavena faktura. Bankovní úvěr byl v roce 2012 celý splacen a od té doby již žádný další úvěr nebyl využíván. Časové rozlišení pasiv sice vykazuje výrazné procentuální meziroční změny, v absolutní hodnotě je ale výška této položky zcela nepodstatná a proto jsou i tyto pohyby nepodstatné.

Tab. 11 Horizontální analýza finanční struktury (vlastní zpracování)

	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014
PASIVA	7,78%	10,68%	-5,39%	-6,92%
Vlastní kapitál	8,48%	-3,63%	1,26%	2,59%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní a ostatní fondy ze zisku	-0,86%	12,41%	-0,52%	1,97%
VH minulých let	-4,40%	20,03%	-8,12%	2,85%
VH účetního období	NA	NA	NA	100,74%
Cizí zdroje	7,38%	18,92%	-8,49%	-11,83%
Rezervy	-15,41%	-0,45%	0,00%	0,60%
Dlouhodobé závazky	8,70%	7,31%	1,28%	-10,30%
Krátkodobé závazky	65,43%	163,25%	-57,15%	-32,31%
Bankovní úvěry	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Časové rozlišení pasiv	-100,00%	NA	0,00%	-100,00%

6.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Jak můžeme vidět v následujících tabulkách (Tab. 12, Tab. 13), nejvíce se na celkových výnosech společnosti podílejí výkony – tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Ty tvoří zejména tržby z prodeje elektřiny a služeb, tržby z prodeje horké vody a páry a tržby z prodeje zemního plynu a převážná část pochází od sedmi hlavních zákazníků. Nejedná se o obchodní firmu, podíl tržeb za prodej zboží je tedy poměrně malý, stejně jako i v ostatních firmách v odvětví. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu jsou vedlejší a tvoří pouze malé procento z celkové sumy výnosů. Ostatní provozní výnosy tvoří především výnosy související se zúčtováním dotací na emisní povolenky a služby spojené s provozem rozvodu třetích stran. Tržby z prodeje cenných papírů a výnosy z dlouhodobého finančního majetku společnost nemá. Podíl výnosových úroků je v každém z analyzovaných let méně než 1 %. Společnost nemá na běžném účtu vysoké částky. V ostatních finančních výnosech jsou zahrnuty především kurzové zisky a ztráty. V roce 2011 pak i poplatek spřízněné společnosti za garanci bankovního úvěru od německé banky. Mimořádné výnosy společnost v předchozích pěti letech nezaznamenala.

Tab. 12 Vertikální analýza výnosů (vlastní zpracování)

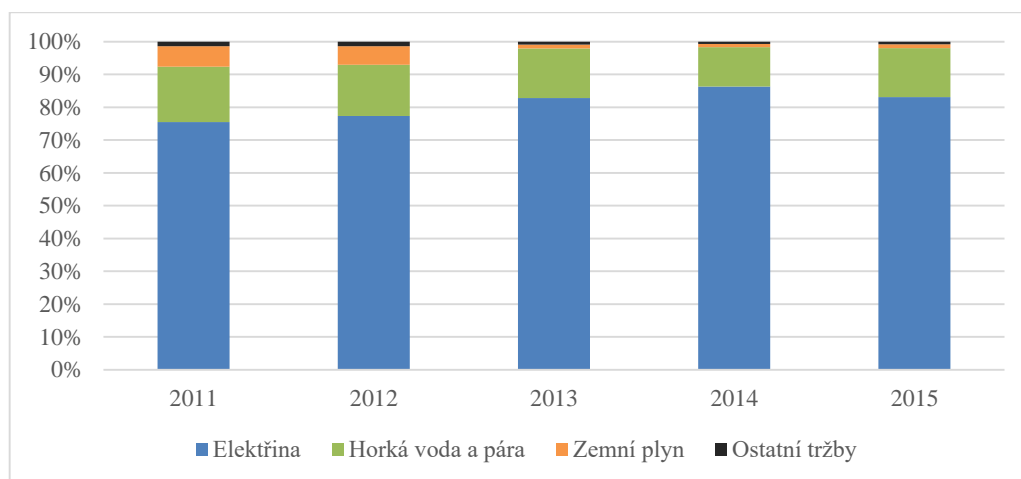
	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	5,19%	4,70%	1,12%	0,95%	1,07%
Výkony	78,33%	78,08%	94,26%	92,55%	90,70%
- tržby za prodej vl. výrobků a služeb	78,17%	77,93%	94,08%	92,41%	90,35%
- změna stavu zásob	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- aktivace	0,16%	0,16%	0,18%	0,14%	0,35%
Tržby z prodeje DM a materiálu	1,07%	6,71%	0,29%	0,15%	0,05%
Ostatní provozní výnosy	14,25%	7,15%	3,58%	5,88%	3,36%
Výnosové úroky	0,09%	0,02%	0,00%	0,02%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	1,08%	3,34%	0,75%	0,44%	4,81%
Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VÝNOSY	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

V roce 2013 došlo k výraznému poklesu tržeb za prodej zboží. Ty ale nepatří do hlavní činnosti společnosti a jejich vliv na celkový výsledek hospodaření je minimální. Naopak pozitivní je, že výkony, které tvoří v průměru 80-90% podíl na celkových výnosech, se každým rokem zvyšují. Výjimku tvoří rok 2015, kdy došlo k poklesu o 15,65 %. Mohla za to hlavně snižující se cena elektřiny na trhu, ale také hodně teplá zima. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu zaznamenaly v roce 2012 velký nárůst, který byl způsoben prodejem emisních povolenek. Ostatní finanční výnosy kolísají podle vývoje kurzu koruny vůči euru. Společnost je totiž financována prostředky spřízněné společnosti v eurech. Ostatní položky a jejich meziroční změny jsou vzhledem k jejich celkovému objemu zanedbatelné.

Tab. 13 Horizontální analýza výnosů (vlastní zpracování)

	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014
Tržby za prodej zboží	-3,40%	-77,47%	-3,70%	-2,68%
Výkony	6,30%	14,44%	11,42%	-15,65%
- tržby za prodej vl. výrobků a služeb	6,31%	14,44%	11,47%	-15,85%
- změna stavu zásob	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- aktivace	3,63%	12,62%	-11,46%	110,23%
Tržby z prodeje DM a materiálu	569,28%	-95,87%	-41,76%	-72,76%
Ostatní provozní výnosy	-46,47%	-52,59%	86,64%	-50,77%
Výnosové úroky	-80,98%	-88,34%	1 182,11%	-95,48%
Ostatní finanční výnosy	229,65%	-78,66%	-32,99%	834,32%
Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VÝNOSY	6,64%	-5,20%	13,48%	-13,93%

Na obrázku (Obr. 4) lze vidět, že největší podíl na tržbách za vlastní výrobky a služby má prodej elektřiny a služeb s ní spojených. Tento podíl činí zhruba 75-85 % v analyzovaných letech. Poměrně významnou část tržeb ještě tvoří tržby spojené s prodejem horké vody a páry. Jejich podíl je v analyzovaných letech téměř konstantní. Tržby za prodej zemního plynu a ostatní tržby tvoří pouze zanedbatelný podíl, obzvláště v letech 2013-2015 došlo k jejich výraznému snížení, a to ve prospěch tržeb spojených s elektřinou a souvisejícími službami.



Obr. 4 Skladba tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (vlastní zpracování)

Z hlediska nákladů (Tab. 14, Tab. 15) má nejvyšší podíl výkonová spotřeba a odpisy, což je pro tyto podniky charakteristické. Osobní náklady společnosti tvoří zhruba 6% podíl na celkových nákladech. Jsou v nich samozřejmě zahrnuty jak náklady na zaměstnance, tak i na členy řídicích orgánů. V položce ostatní provozní náklady jsou zahrnuty především náklady související se spotřebou emisních povolenek a pojistné. Poměrně výrazně jsou v celkových nákladech zastoupeny nákladové úroky, což svědčí o využívání velkého množství cizího kapitálu. Společnost však nevyužívá (kromě roku 2011) bankovní úvěry, ale úvěry od spřízněných osob. Tyto úvěry jsou tedy za značně přívětivější úroky než od bankovních subjektů. Vzhledem k celkovému objemu těchto úvěrů jsou nákladové úroky i tak hodně vysoké. Ostatní položky jsou svým podílem na celkových nákladech zanedbatelné. Náklady na prodané cenné papíry či změnu stavu rezerv ve finanční oblasti společnost nevykazuje. Stejně jako společnost neměla v těchto letech žádné mimořádné náklady.

Tab. 14 Vertikální analýza nákladů (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
Náklady na zboží	4,34%	4,66%	0,52%	0,48%	0,53%
Výkonová spotřeba	40,74%	45,33%	52,02%	49,68%	52,26%
- spotřeba materiálu	30,53%	33,27%	45,22%	42,49%	43,83%
- služby	10,21%	12,05%	6,80%	7,19%	8,44%
Osobní náklady	5,72%	6,48%	5,84%	5,60%	6,08%
Daně a poplatky	3,16%	1,97%	0,18%	0,16%	0,13%
Odpisy DHM a DNM	20,11%	19,92%	16,97%	22,66%	25,55%
ZC prodaného DM a materiálu	1,03%	4,53%	0,03%	0,01%	0,00%
Změna stavu rezerv (provozní)	-0,02%	-1,15%	0,46%	0,32%	-3,33%
Ostatní provozní náklady	14,94%	9,83%	5,64%	11,38%	10,06%
Nákladové úroky	5,42%	5,42%	5,18%	7,01%	7,63%
Ostatní finanční náklady	4,83%	0,39%	14,36%	2,17%	0,38%
Daň z příjmů	-0,26%	2,63%	-1,19%	0,54%	0,71%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
NÁKLADY	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

V horizontální analýze nákladů můžeme vidět každoroční pokles nákladů na zboží. Jelikož stejný pokles zaznamenaly i tržby za prodej zboží, obchodní marže zůstává téměř stejná. Firma se snaží více se soustředit na svou hlavní činnost. Pokles, hlavně v roce 2015 však zaznamenala i výkonová spotřeba. Spolu s výraznějším poklesem výkonů to však může signalizovat i zvýšení nákladů. Osobní náklady se až na rok 2012 snižují. To ovšem neznamená snižování mezd, jak by se mohlo zdát. Ve společnosti totiž každým rokem dochází ke snižování počtu zaměstnanců. U odpisů dlouhodobého hmotného majetku došlo v roce 2014 ke zvýšení o téměř 40 %, to bylo způsobeno uvedením nového Energetického bloku K7 do používání. Zůstatková cena prodaného majetku narostla v roce 2012 o více než 300 %, jelikož v té době došlo k prodeji většího množství emisních povolenek. Od té doby hodnoty této položky klesají. U změny stavu rezerv v provozní oblasti jsou sice výrazné výkyvy, z hlediska podílu na celkových nákladech jsou však tyto náklady nepodstatné a nějak výrazně neovlivňují hospodářský výsledek společnosti. Ostatní finanční náklady v roce 2013 velmi výrazně vzrostly, což bylo způsobeno nečekanou intervencí ČNB.

Tab. 15 Horizontální analýza nákladů (vlastní zpracování)

	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014
Náklady na zboží	3,82%	-88,03%	-3,35%	-5,55%
Výkonová spotřeba	7,73%	23,48%	-0,48%	-9,15%
- spotřeba materiálu	5,54%	46,21%	-2,08%	-10,92%
- služby	14,27%	-39,26%	10,14%	1,30%
Osobní náklady	9,72%	-2,97%	-0,10%	-6,22%
Daně a poplatky	-39,51%	-90,42%	-5,89%	-30,57%
Odpisy DHM a DNM	-4,10%	-8,32%	39,14%	-2,61%
ZC prodaného DM a materiálu	328,23%	-99,21%	-76,21%	-100,00%
Změna stavu rezerv (provozní)	4 592,93%	-142,82%	-26,73%	-994,73%
Ostatní provozní náklady	-36,33%	-38,24%	110,22%	-23,68%
Nákladové úroky	-3,30%	2,87%	41,01%	-5,95%
Ostatní finanční náklady	-92,21%	3 874,18%	-84,28%	-84,93%
Daň z příjmů	NA	NA	NA	13,13%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
NÁKLADY	-3,17%	7,59%	4,20%	-13,64%

Pozitivně lze hodnotit, že přidaná hodnota v letech 2011-2014 rostla. V roce 2015 došlo k jejímu snížení vlivem výraznějšího snížení výkonů. Provozní výsledek hospodaření zaznamenal v roce 2015 pokles až o polovinu. Ten byl způsoben hlavně poklesem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. V každém roce je však v kladné hodnotě. Oproti tomu finanční výsledek hospodaření je díky vysokým nákladovým úrokům záporný a negativně ovlivňuje i celkový výsledek hospodaření za účetní období. V roce 2015 došlo k jeho výraznému nárůstu, to však bylo způsobeno příznivým vývojem kurzu eura, nikoliv hlavní činností podniku.

Tab. 16 Vývoj přidané hodnoty a výsledku hospodaření (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní marže	37 205	20 224	28 455	27 307	27 325
Výkony	3 851 799	4 094 452	4 685 552	5 220 748	4 403 633
Výkonová spotřeba	2 044 844	2 202 934	2 720 176	2 707 005	2 459 287
Přidaná hodnota	1 844 160	1 911 742	1 993 831	2 541 050	1 971 671
Provozní VH	342 358	617 965	663 500	694 885	325 962
Finanční VH	-451 225	-38 711	-930 339	-591 952	-145 022
Mimořádný VH	0	0	0	0	0
VH za účetní období	-95 701	451 267	-204 452	73 607	147 762

6.2 Rozdílové ukazatele

Tento druh ukazatelů slouží k analýze a řízení finanční situace podniku. Tím nejvýznamnějším je čistý pracovní kapitál, který je definován jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji. V následující tabulce (Tab. 17) můžeme vidět vývoj oběžných aktiv, která nejsou vázána na úhradu krátkodobých dluhů a mohou být použita například k úhradě neplánovaných výdajů. Můžeme vidět, že má společnost ve čtyřech analyzovaných letech k dispozici „ochranný polštář“ pro případ neočekávané potřeby likvidních prostředků. Na druhou stranu čistý pracovní kapitál vykazuje snad až příliš vysoké hodnoty. Jedná se o oběžná aktiva, která jsou financována z dlouhodobých zdrojů a ty bývají obvykle dražší než krátkodobé. Takto vysoké hodnoty čistého pracovního kapitálu svědčí o konzervativní strategii financování. V roce 2013 byla zjištěna záporná hodnota čistého pracovního kapitálu. V tomto roce byla krátkodobými zdroji financována i část dlouhodobých aktiv, což je považováno za rizikové. V následujících dvou letech ale došlo opět k vyrovnání hodnoty tohoto ukazatele, a tudíž se nedají předpokládat dlouhodobé problémy s likviditou.

Tab. 17 Vývoj čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý pracovní kapitál	1 072 142	710 183	-634 716	519 283	722 896

6.3 Poměrové ukazatele

Tyto ukazatele dávají do poměru různé položky rozvahy, výkazu zisku a ztráty, případně i cash-flow. Díky tomu je umožněno získat poměrně rychlou představu o finanční situaci podniku. V následujících podkapitolách budou vypočteny ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity.

6.3.1 Ukazatele rentability

Na vývoji ukazatelů rentability můžeme vidět, že až na roky 2011 a 2013 dosahuje rentabilita tržeb poměrně uspokojivých hodnot. Dokonce je vyšší než u podniků v odvětví. V těchto letech je nízká zisková marže ovlivněna samozřejmě záporným výsledkem hospodaření. Naopak v roce 2012 je její výše ovlivněna vysokým výsledkem hospodaření, na kterém má velký podíl prodej dlouhodobého majetku. Důvody výkyvů v těchto třech letech jsou samozřejmě stejné i pro další ukazatele rentability. Co se však týče rentability celkového a vlastního kapitálu, společnost vykazuje velmi nízké hodnoty a dokonce i nižší hodnoty než ostatní

podniky v tomto odvětví. Znamená to tedy, že výnosnost vloženého kapitálu a prostředků vložených vlastníky je nedostatečná. Navíc rentabilita vlastního kapitálu by měla dosahovat vyšších hodnot než rentabilita celkového kapitálu. Na druhou stranu v posledních dvou letech, které již nejsou ovlivněny výraznými výkyvy, lze u všech ukazatelů vidět rostoucí tendenci. To lze hodnotit pozitivně a je možné předpokládat zlepšení v následujících letech.

Tab. 18 Ukazatele rentability (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita tržeb	3,98%	19,44%	0,08%	9,21%	12,17%
Rentabilita celkového kapitálu	1,12%	5,37%	0,02%	2,95%	3,53%
Rentabilita vlastního kapitálu	-1,81%	7,88%	-3,70%	1,32%	2,58%

6.3.2 Ukazatele likvidity

Ukazatel běžné likvidity dosahuje kromě roku 2013 doporučených hodnot, takže by společnost neměla mít problémy se splacením svých závazků. V roce 2013 je nízká hodnota ukazatele ovlivněna vysokým množstvím nevyfakturovaných dodávek, kdy do konce roku nepřišla faktura za prodej emisních povolenek. V případě pohotové likvidity podnik nedosahuje doporučených hodnot v letech 2013 a 2014. Znamená to, že v případě problémů by bylo nutné se spolehnout na prodej zásob. U hotovostní likvidity již není dosaženo doporučených hodnot ve třech letech, ačkoliv v odvětví problémy s likviditou nejsou zaznamenány. Likvidita je do roku 2014 hodně ovlivněna splácením faktur za nový Energetický blok K7 z běžného účtu. Vysoké hodnoty likvidity by ale znamenaly neefektivní využívání finančních prostředků a vzhledem k tomu, že závazky po lhůtě splatnosti společnost eviduje v podílu pod 4 % na celkových krátkodobých závazcích, nedají se v budoucnu předpokládat větší problémy s hrazením závazků.

Tab. 19 Ukazatele likvidity (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
Likvidita běžná	2,42	1,95	0,68	1,61	2,26
Likvidita pohotová	1,88	1,34	0,44	0,97	1,29
Likvidita hotovostní	0,40	0,16	0,13	0,12	0,39

6.3.3 Ukazatele zadluženosti

Celková zadluženost se pohybuje nad horní hranicí doporučené hodnoty, stejně tak i nad hodnotami dosahovanými v odvětví. Využívání cizího kapitálu je považováno za rizikovější, na druhou stranu ale taky levnější. Míra zadluženosti vypovídá o tom, kolik korun vlastního kapitálu může být využito na úhradu jedné koruny cizích zdrojů a výše toho ukazatele by se měla pohybovat kolem 1. Ukazatele úrokového krytí jsou příliš nízké. V letech, kdy nedosahuje jeho hodnota ani 1, je tento stav ovlivněn ztrátou. Avšak ani v ostatních letech nedosahuje alespoň doporučené hodnoty 5. To může signalizovat nedostatečnou schopnost podniku splácet úroky a úvěry a také způsobit nižší důvěryhodnost. Doba splácení dluhů ukazuje, za jak dlouho by byl schopen podnik sám svými silami z provozního cash-flow splatit své dluhy. Hodnoty by měly mít klesající trend. V případě dalšího ukazatele si lze všimnout, že veškerý dlouhodobý majetek není kryt vlastním kapitálem. Mělo by tomu tak být alespoň v případě dlouhodobého majetku, který je určen k hlavní činnosti podniku. To je však téměř veškerý majetek. Alespoň ukazatel zlatého pravidla financování dosahuje uspokojivých výsledků a na základě jeho hodnot lze říct, že podnik není dlouhodobě podkapitalizován, ani překapitalizován.

Tab. 20 Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	63,71%	63,48%	68,20%	65,97%	62,49%
Míra zadluženosti	1,76	1,74	2,14	1,94	1,67
Úrokové krytí	0,60	3,20	0,01	1,27	1,50
Doba splácení dluhů	9,10	7,22	5,72	20,72	7,68
Krytí DM vlastním kapitálem	0,42	0,40	0,35	0,37	0,41
Krytí DM dlouhodobými zdroji	1,09	1,05	0,96	1,04	1,05

6.3.4 Ukazatele aktivity

Nízké hodnoty ukazatele obratu aktiv signalizují neúměrnou majetkovou vybavenost. Ačkoliv ani hodnoty v odvětví nedosahují hranice 1, hodnoty společnosti jsou opravdu příliš nízké a mohou signalizovat neefektivní využití majetku v podniku. Doba obratu zásob se každým rokem zvyšuje, ovšem vzhledem k tomu, že zásoby má společnost minimální, tak hodnota tohoto ukazatele není až tak podstatná. Doba obratu pohledávek i doba obratu závazků (až na vysokou hodnotu v roce 2013), se snižuje. Kladně lze hodnotit poslední dva roky, kdy je doba obratu závazků vyšší než doba obratu pohledávek. To znamená, že dodavatelské úvěry

financují pohledávky, což je pro společnost výhodné. Délky obratu pohledávek a závazků v odvětví jsou oproti analyzované společnosti mnohem vyšší. Firmy v odvětví tudíž získávají peněžní prostředky vázané v pohledávkách mnohem později. Žádoucím stavem je delší doba obratu závazků, než pohledávek a její vzrůstající tendence.

Tab. 21 Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)

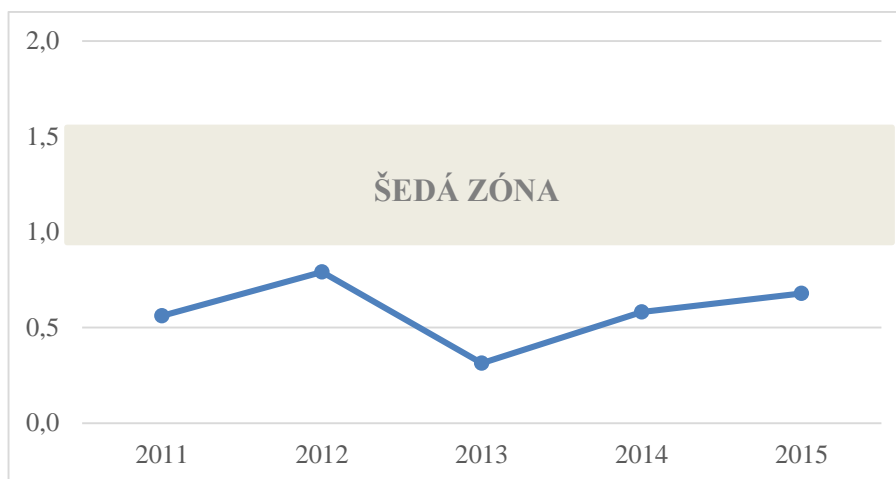
	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv	0,28	0,28	0,27	0,32	0,29
Doba obratu zásob	35,85	35,77	36,50	37,29	44,99
Doba obratu pohledávek	97,90	73,59	45,86	49,12	42,06
Doba obratu závazků	66,21	62,39	150,39	57,90	46,50

6.4 Souhrnný ukazatel Index IN

Pomocí verze indexu IN z roku 2005 byl spočítán souhrnný ukazatel, který na základě jednoho výsledku zhodnotí finanční situaci podniku. Zaměřuje se na predikci finančních problémů a tvorby hodnoty pro vlastníky. Výsledky tohoto výpočtu vykazují velmi nízké hodnoty, dokonce pod hranicí 0,9. To znamená to, že podnik netvoří hodnotu pro své vlastníky a s velkou pravděpodobností spěje k bankrotu. V případě hodnot mezi 0,9 – 1,6 by se podnik nacházel v šedé zóně, kde je nevyhraněná finanční situace. Pokud by výše indexu dosáhla až nad 1,6, jednalo by se o podnik tvořící hodnotu pro své vlastníky. Přestože jsou výsledky tohoto indexu špatné, je nutné přihlídnout k celkové finanční analýze podniku. Ta, stejně i jako tento index ukazuje, že výsledky společnosti se v posledních dvou letech výrazně zlepšují. Ačkoliv nyní nedosahují doporučených hodnot, dá se v budoucnu předpokládat jejich posun k doporučenému rozpětí.

Tab. 22 Výsledky indexu IN05 (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
0,13 * Aktiva / Cizí zdroje	0,204	0,205	0,191	0,197	0,208
0,04 * EBIT / Nákladové úroky	0,024	0,128	0,001	0,051	0,060
3,97 * EBIT / Aktiva	0,045	0,213	0,001	0,117	0,140
0,21 * Výnosy / Aktiva	0,071	0,070	0,060	0,072	0,067
0,09 * Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky a úvěry	0,218	0,175	0,061	0,145	0,203
Index IN05	0,562	0,791	0,313	0,582	0,679



Obr. 5 Výsledky indexu IN05 (vlastní zpracování)

6.5 Zhodnocení finanční analýzy

Společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. je jedním z největších nezávislých výrobců energií v České republice. Jedná se o neustále se rozvíjející společnost, která drží krok s vývojem a implementuje nové technologie. V rámci finanční analýzy však byla zjištěna některá úskalí této společnosti. Důležité je ale upozornit na složitou situaci v odvětví, která výrazně ovlivňuje výsledky společnosti.

Byl zjištěn velmi vysoký podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech. Společnost disponuje také poměrně vysokým množstvím cizích zdrojů, což se dá považovat za dost rizikové. V roce 2011 společnost vykázala ztrátu, kterou se jí podařilo hned dalším rokem napravit vysokým ziskem. Ten byl však do značné míry ovlivněn prodejem dlouhodobého majetku, který měl mimořádný charakter, a v roce 2013 se společnost opět ocitla ve ztrátě. Situace se však zlepšuje a v následujících dvou letech je již tvořen zisk.

Tímto vývojem výsledku hospodaření jsou samozřejmě ovlivněny i ukazatele rentability. Kladně lze hodnotit ukazatel rentability tržeb, který je dokonce vyšší než v odvětví. Ukazatele výnosnosti vlastního kapitálu a celkového kapitálu jsou však hodně nízké a výnosnost je pro vlastníky nedostatečná.

Likvidita je v roce 2013 nepříznivě ovlivněna vysokým množstvím nevyfakturovaných dodávek. V ostatních letech již spadá do doporučeného rozpětí, případně se pohybuje těsně pod doporučenou hranicí. Společnost však neneviduje problémy se splácením svých závazků a alespoň nevykazuje hodnoty likvidity ve zbytečně vysoké hodnotě, která by znamenala neefektivní využívání finančních prostředků.

Vyšší zadluženost společnosti již byla zmíněna, výsledky v této oblasti nedosahují uspokojivých hodnot. Obzvláště nízké hodnoty jsou u ukazatele úrokové krytí, ani v jednom roce nepřekračují hodnotu 5. A to i přesto, že společnost již nevyužívá bankovních úvěrů. Úvěry jsou poskytovány spřízněnou společností a s nižším úrokem, než by tomu bylo v případě banky. Kladně lze hodnotit alespoň krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji.

Hodnoty ukazatele obratu aktiv jsou ovlivněny příslušností k odvětví. Společnost i tak ale díky velkému množství majetku dosahuje hodně nízkých hodnot. Pozitivní je vývoj snižující se doby obratu pohledávek a také vyšší doba obratu závazků, než doba obratu pohledávek v posledních dvou analyzovaných letech.

Souhrnný index IN05 potvrzuje problémy společnosti, které již byly zjištěny předchozí finanční analýzou, a vykazuje velmi nízké hodnoty. Při pohledu na výsledky společnosti je však nutné zmínit, že společnost prošla v letech 2011 a 2013 velkými problémy, které se samozřejmě odrazily na téměř veškerých ukazatelích finanční analýzy. V posledních dvou analyzovaných letech však firma zvyšuje svůj zisk a zlepšují se i ostatní ukazatele, což potvrzuje i rostoucí hodnota indexu IN. V případě, že se společnost bude držet tohoto trendu, neměly by přijít žádné další vážnější problémy a její výkonnost by se měla stabilizovat. Je však potřeba pohlídat, aby se již zbytečně nezvyšovala zadluženost společnosti, a zaměřit se na efektivnější využití majetku.

7 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Vzhledem k tomu, že společnost nevyužívá veškerá aktiva uvedená v rozvaze ke své podnikatelské činnosti a tato aktiva tedy neslouží k hlavnímu provozu, bude v této kapitole provedeno rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.

Jelikož do základní činnosti podniku nepatří finanční investování, za provozně nepotřebný majetek lze rozhodně považovat dlouhodobý finanční majetek. Ten společnost ke své hlavní činnosti nevyužívá a v majetku je navíc zařazen pouze v letech 2011 a 2012, a to v bezvýznamné hodnotě 10 tis. Kč. Tento finanční majetek v celé výši tedy bude vyřazen. Z dlouhodobého majetku, tentokrát hmotného, ještě musí být vyřazen nedokončený dlouhodobý hmotný majetek. Ten představuje majetek, který ještě nebyl uveden do provozu, a tudíž jej společnost nepoužívá. Ačkoliv se množství dlouhodobého majetku může zdát velké a některý majetek je využíván dost nárazově, tak není evidován žádný další nepotřebný majetek, který by měl být vyloučen.

Hodnoty likvidity v jednotlivých letech nejsou příliš vysoké, dokonce se pohybují pod hranicí doporučených hodnot. Lze tedy říci, že peněžní prostředky společnost neudrzuje na zbytečně vysoké úrovni, a tudíž není potřeba vyloučení jejich nadbytku.

Tab. 23 Provozně nepotřebný majetek (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý finanční majetek	10	10	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2 054 478	4 349 230	7 144 916	291 134	73 820
Provozně nepotřebný majetek	2 054 488	4 349 240	7 144 916	291 134	73 820

7.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozčlenění aktiv, které bylo provedeno, je nutné vyčíslit provozně nutný investovaný kapitál. Jeho výše vychází z aktiv, která jsou upravena o položky provozně nepotřebné. Oběžná aktiva jsou navíc upravena o bezúročné závazky. Za provozně nepotřebný byl označen dlouhodobý finanční majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek. Bezúročné závazky jsou tvořeny krátkodobými závazky a pracuje se také s časovým rozlišením. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu je uveden v následující tabulce (Tab. 24).

Tab. 24 Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý nehmotný majetek	109 033	173 522	2 034	47 828	9 751
Dlouhodobý hmotný majetek	10 511 016	9 651 421	8 827 980	14 676 257	13 868 669
Dlouhodobý prov. nutný majetek	10 620 049	9 824 943	8 830 014	14 724 085	13 878 420
Oběžná aktiva	1 826 072	1 461 103	1 342 066	1 366 291	1 296 259
- Krátkodobé závazky	453 930	750 920	1 976 782	847 008	573 363
+ Časové rozlišení aktivní	51 633	48 747	42 750	42 244	38 843
- Časové rozlišení pasivní	6	0	1	1	0
Pracovní kapitál provozně nutný	1 423 769	758 930	-591 967	561 526	761 739
Investovaný kapitál provozně nutný	12 043 818	10 583 873	8 238 047	15 285 611	14 640 159

7.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Stejně jako došlo k úpravě aktiv, je nutné upravit také výsledek hospodaření. Mohou v něm být totiž zahrnuty náklady nebo výnosy, které taktéž nesouvisí s hlavní činností podniku. V tomto případě se jedná o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a náklady s jeho prodejem spojené. Jednalo se o zůstatkovou cenu emisních povolenek a ostatního dlouhodobého majetku, pro který již společnost neměla využití. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku společnost neevidovala. Pokud by se však ve výsledovce nacházely, musely by být také vyloučeny.

Tab. 25 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	342 358	617 965	663 500	694 885	325 962
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	52 596	352 013	14 522	8 458	2 304
ZC prodaného DM	51 462	220 378	1 736	413	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	341 224	486 330	650 714	686 840	323 658

8 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Generátory hodnoty, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku, jsou tvořeny souborem několika základních podnikohospodářských veličin. V této práci bude pracováno s následujícími generátory: tržby, provozní zisková marže (korigovaný provozní zisk), pracovní kapitál, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku. Tyto veličiny totiž nejvýrazněji ovlivňují hodnotu společnosti.

8.1 Tržby

Predikce budoucích tržeb je výsledkem strategické analýzy. Jedná se o tržby za vlastní výroby a služby. Ty jsou považovány za velmi důležitý generátor hodnoty a od nich se následně odvíjí většina výkazu zisku a ztráty.

Na základě tržeb společnosti dosažených v minulých letech byl proveden odhad jejich budoucího vývoje. Prognóza tržeb, která vyšla na základě minulého vývoje těchto tržeb, však byla posouzena jako příliš optimistická. Z toho důvodu muselo dojít k následné úpravě této predikce, kde byly brány v úvahy nesnadné podmínky na tomto trhu, ale i predikce HDP pro další roky, kdy se předpokládá pouze mírný roční nárůst. Prognóza pro roky 2016-2019 sice vykazuje poměrně nízké meziroční zvýšení, hlavně v porovnání s minulostí. Jedná se ale o mnohem vyrovnanější výsledky. Předpokládá se totiž, že se společnost bude pomalu dostávat z problémů a bude stabilizovat svou výkonnost v této oblasti.

Tab. 26 Vývoj tržeb v letech 2011-2015 (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Tempo růstu	20,91 %	6,31 %	14,44 %	11,47 %	- 15,85 %
Výše tržeb	3 843 945	4 086 313	4 696 386	5 212 632	4 386 571

Tab. 27 Výsledná predikce tržeb (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Tempo růstu	3,43 %	3,47 %	3,38 %	3,29 %
Výše tržeb	4 536 972	4 694 234	4 852 725	5 012 549

8.2 Provozní zisková marže

Tento generátor hodnoty je definován jako podíl korigovaného provozního výsledku před daněmi a tržeb. Korigovaný provozní výsledek hospodaření by měl být pro tento účel ještě

před odpočtem odpisů, jelikož odpisy budou analyzovány až později. Prognóze provozní ziskové marže předchází analýza minulého vývoje, na jejímž základě, pomocí metody „shora“, bude proveden dohad budoucích hodnot pro následující roky.

Jak lze vidět v následující tabulce (Tab. 28), ke korigovanému výsledku hospodaření před daněmi byly přičteny ještě odpisy a následně byl pomocí tržeb vypočten vývoj provozní ziskové marže v jednotlivých letech.

Tab. 28 Vývoj provozní ziskové marže (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH před daněmi	341 224	486 330	650 714	686 840	323 658
Odpisy	1 009 224	967 889	887 328	1 234 596	1 202 348
KPVH před odpisy a daněmi	1 350 448	1 454 219	1 538 042	1 921 436	1 526 006
Tržby	3 843 945	4 086 313	4 676 386	5 212 632	4 386 571
Provozní zisková marže	35,13%	35,59%	32,89%	36,86%	34,79%

Provozní zisková marže je velmi vysoká, což je zapříčiněno vysokými odpisy. Jak již bylo uvedeno, společnost má velký podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech. Ten činí až 90 %. Tak vysoký objem dlouhodobého majetku se tedy samozřejmě projevuje i při tomto výpočtu, v položce odpisů, která je přičtena k provoznímu výsledku hospodaření před daněmi. Vypočtená výše provozní ziskové marže je tedy výrazně nadhodnocena odpisy. Pozitivní je však zjištění, že její výše v průběhu let nekolísá a hodnoty jsou vyrovnané.

Prognóza ziskové marže pro roky 2016-2019 bude tedy provedena na základě vývoje ziskové marže za minulé období, pomocí lineární regrese. Společnost má na trhu stabilní pozici, která by neměla být například nějakými novými konkurenty ohrožena. Dá se také předpokládat udržování výše dlouhodobého majetku, případně pouze mírné snižování. Od toho se bude odvíjet i výše odpisů.

Jak lze vidět v následující tabulce (Tab. 29), vývoj tržeb byl již predikován s mírným každoročním vzrůstem. Při vývoji korigovaného výsledku hospodaření je také stanoven ne příliš výrazný růst, jelikož nejsou plánovány ani očekávány žádné velké změny. Predikce provozní ziskové marže byla tedy stanovena na základě lineární regrese a dá se očekávat její výše okolo 35 %, což i odpovídá průměrné hodnotě z předchozích let.

Tab. 29 Prognóza provozní ziskové marže (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
KPVH před odpisy a daněmi	1 598 375	1 662 698	1 750 378	1 773 941
Tržby	4 536 972	4 694 234	4 852 725	5 012 549
Provozní zisková marže	35,23%	35,42%	36,07%	35,39%

8.3 Pracovní kapitál

Za další významný generátor hodnoty je považován pracovní kapitál. Pro tyto účely ale nebude použito jeho běžné vyjádření, známé z finanční analýzy. Je nutné upravení této veličiny o provozně nenutné položky a také o neúročené závazky. Tento výpočet je již uveden v předchozí kapitole zabývající se rozdělením majetku na provozně nepotřebný a nepotřebný. Vzhledem k plánování jednotlivých položek oběžného majetku je však v následující tabulce nutné jejich rozepsání. Průměrný koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál je v jednotlivých letech 14,22 %.

Tab. 30 Výpočet upraveného pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobý finanční majetek	302 943	120 935	259 381	102 123	222 585
+ Zásoby	408 195	430 479	479 755	545 443	554 723
+ Pohledávky	1 114 934	909 689	602 930	718 725	518 560
- Neúročené závazky	453 930	750 920	1 976 782	847 008	573 363
+ Časové rozlišení aktivní	51 633	48 747	42 750	42 244	38 843
- Časové rozlišení pasivní	6	0	1	1	0
Pracovní kapitál	1 423 769	758 930	-591 967	561 526	761 348

K výpočtu plánovaných hodnot pracovního kapitálu bude využit jak minulý vývoj jeho jednotlivých složek (krátkodobý finanční majetek, časové rozlišení), tak i výpočet doby obratu (zásoby, pohledávky, závazky). Tím bude také vyjádřen vztah těchto položek k tržbám.

Plánované doby obratu, na základě kterých jsou pak vypočteny i plánované hodnoty zásob, pohledávek a závazků, jsou určeny na základě minulého vývoje, s přihlédnutím k aktuální situaci společnosti. Doba obratu zásob by měla zůstat na stejné úrovni, zásoby společnost nevyužívá ve velkém množství a není důvod k nějaké rapidní změně strategie řízení. Doba obratu pohledávek, stejně jako doba obratu závazků, se nevyvíjejí nijak dramaticky. Přesto je však očekáváno mírné snižování doby obratu pohledávek a naopak zvyšování doby obratu

závazků. Jde především o to, aby společnost dokázala udržet dobu obratu závazků vyšší, než dobu obratu pohledávek.

Tab. 31 Vývoj a predikce dob obratu (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Doba obratu zásob	36	36	36	37	45	38	38	38	38
Doba obratu pohledávek	98	74	46	49	42	42	40	39	38
Doba obratu závazků	66	62	150	58	47	47	48	48	49

V následující tabulce (Tab. 32) se nachází predikce upraveného pracovního kapitálu pro roky 2016-2019, a také jeho jednotlivých složek. Hodnoty zásob, pohledávek a závazků byly stanoveny pomocí odhadu dob obratu. Krátkodobý finanční majetek byl stanoven na základě minulého vývoje, kdy ale již nejsou předpokládány další tak výrazné výkyvy a počítá se s udržením jeho výše potřebné pro bezproblémový chod podniku. Časové rozlišení aktivní bude mít klesající tendenci, jak již bylo zmíněno ve finanční analýze. Časové rozlišení pasivní v průběhu analyzovaných let nevykazovalo významné hodnoty, v posledních letech dokonce nulové. Z toho důvodu se s ním v budoucnu nebude počítat. Celková hodnota pracovního kapitálu v posledních dvou letech prognózy zaznamenala pokles, ale hodnoty jsou dostatečné pro fungování podniku. Podíl těchto veličin na celkové hodnotě aktiv činí okolo 10 %, nejvíce společnost ke své činnosti totiž využívá dlouhodobý majetek. K zajištění srovnání s minulým vývojem byl i pro následující roky vypočten koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál. Ten by měl činit v průměru 12,15 %.

Tab. 32 Predikce upraveného pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Krátkodobý finanční majetek	147 735	175 593	144 894	170 151
+ Zásoby	472 342	488 715	505 215	521 854
+ Pohledávky	522 063	514 437	518 510	521 854
- Závazky	584 213	617 324	638 167	672 905
+ Časové rozlišení aktivní	35 219	32 271	29 870	26 294
- Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0
Pracovní kapitál	593 145	593 692	560 324	567 248

8.4 Investice do dlouhodobého majetku

Stejně, jako byl u analýzy a prognózy pracovního kapitálu vyžit upravený pracovní kapitál, i v tomto případě k výpočtu bude sloužit upravená hodnota dlouhodobého majetku. Jedná se o dlouhodobý majetek provozně nutný, tedy takový, který společnost využívá a využívá jej ke své hlavní činnosti. Výpočet dlouhodobého provozně nutného majetku již proběhl v kapitole zabývající se rozdělením majetku.

Z následující tabulky (Tab. 33) lze jasně vidět, ve kterém roce došlo ve společnosti k významné investici. Společnost samozřejmě obměňuje dlouhodobý majetek, ovšem velká část majetku, která je potřebná k provozování hlavní činnosti, má velmi dlouhou dobu životnosti (40 let). Tudíž investice do těch nejpotřebnějších strojů, zařízení a budov nemohou být tak časté. A vzhledem k jejich vysoké ceně tedy ovlivní množství dlouhodobého majetku a investic způsobem, který lze vidět v tabulce níže. Navíc i s přihlédnutím k faktu, že společnost má obrovský podíl dlouhodobého majetku na aktivech a také k charakteru činnosti této společnosti se dá očekávat vysoký koeficient investiční náročnosti. Bez veškerých budov a složitých technologických celků se totiž tato činnost v žádném případě vykonávat nedá, potřeba velkého množství dlouhodobého majetku je tedy opravdu vysoká a z toho důvodu koeficient náročnosti růstu tržeb činí 600 %.

Tab. 33 Vývoj investic do provozně nutného majetku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek provozně nutný	10 620 049	9 824 943	8 830 014	14 724 085	13 878 420
Odpisy	1 009 224	967 889	887 328	1 234 596	1 202 348
Investice netto		-795 106	-994 929	5 894 071	-845 665
Investice brutto		172 783	-107 601	7 128 667	356 683
Investiční náročnost růstu tržeb					600%

Odhad netto investic nelze provést na základě údajů podniků z odvětví, jelikož ty vykazují mnohem nižší podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech. Z toho důvodu bude tento odhad proveden pomocí predikovaných tržeb pro následující čtyři roky a vypočteného koeficientu investiční náročnosti růstu tržeb.

Na základě investiční náročnosti růstu tržeb ve výši 600 % bylo dosaženo následujících výsledků (Tab. 34). Tento výpočet ale pro společnost a predikci jejích investic není vhodný. Délka sledovaného období i délka plánovaného období je pro takový podnik příliš krátká.

Jak již bylo uvedeno, zařízení kvůli delší životnosti a vysoké ceně není možné obměňovat tak často. S přihlédnutím k faktu, že společnost hodně investovala v nedávné době a po konzultaci s vedením podniku se nedá předpokládat, že by v nejbližších letech pořizovala další nová zařízení.

Tab. 34 Predikce investic do dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Netto investice celkem	3 755 868			
Netto investice	902 406	943 572	950 946	958 944

Významné investice tedy v blízké době plánovány nejsou, společnost má dostatek majetku k provozování činnosti a nebude se zbytečně dál zadlužovat. Raději se bude soustředit na udržení stabilní výkonnosti, dosahování kladného výsledku hospodaření a kumulování prostředků pro další potřebné investice v budoucnu. Plán dlouhodobého provozně nutného majetku pro nejbližší čtyři roky je následující.

Tab. 35 Upravená predikce investic do dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý majetek provozně nutný	13 184 499	12 525 274	11 899 010	11 304 060
Odpisy	1 166 278	1 131 289	1 097 351	1 064 430
Investice netto	-639 921	-659 225	-626 264	-594 951
Investice brutto	472 357	472 064	471 087	469 480

9 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

V závěru práce budou využity výnosové metody oceňování, je proto nutné sestavení finančního plánu. Ten bude složen z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a sestaven na čtyři roky, tedy 2016 až 2019. Pro srovnání bude v tabulkách obsažen i rok 2015, tedy poslední analyzovaný rok, pro který jsou známe skutečně dosažené hodnoty. Plán bude vycházet především z predikce tržeb, která byla součástí strategické analýzy. Dále se bude opírat o generátory hodnoty vypočtené v předchozí kapitole, o minulý vývoj jednotlivých položek a také záměry společnosti.

9.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Prodej zboží nepatří k hlavní činnosti této společnosti. Z toho důvodu je respektován snižující se trend položek s tím souvisejících, který byl zaznamenán v posledních letech. Tržby za prodej zboží tedy budou každým rokem mírně klesat. A spolu s nimi, stejným tempem, i náklady na toto zboží. Jelikož není možné snížit náklady více, než tržby, dojde k negativnímu vlivu na obchodní marži. Snižování obchodní marže však nepředstavuje problém, její podíl na celkových tržbách není významný a společnost se raději bude soustředit na tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Meziroční růst této položky byl vypočten ve strategické analýze. Jedná se o stabilní růst, který by měl každým rokem činit v průměru 3,4 %. Růst tržeb za vlastní výrobky a služby však vyvolává i zvýšené náklady, proto se mírně zvyšuje i výkonová spotřeba. Velmi důležité však je, že lze v plánu vidět zvyšující se přidanou hodnotu, která významným způsobem ovlivňuje výsledek hospodaření a ukazuje, že společnost je schopná přidat svou činností jednotlivým výkonům určitou hodnotu.

Osobní náklady společnosti se v analyzovaných letech snižovaly, a to z důvodu snižování počtu zaměstnanců. Vzhledem k budoucí stabilizaci výkonnosti této společnosti se však dá počítat buď s přijetím nových pracovníků, nebo alespoň se zvýšením mzdy těch stávajících. Společnost si na svých zaměstnancích zakládá a stará se nejen o jejich bezpečnost, ale pokud to situace umožňuje, tak i o zlepšení jejich životní úrovně. Výše položky daně a poplatky, která obsahuje například silniční daň, darovací daň nebo daň z nemovitých věcí a různé další poplatky, se však poměrně těžce předpovídá. Počítá se tedy s výší podobnou, jako v roce 2015. Odpisy dlouhodobého majetku se snižují, jelikož nejsou plánovány žádné velké investice. Ty společnost v současné době nepotřebuje. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu tvoří významnou část tržeb společnosti. K jejich tvorbě dochází hlavně prode-

jem již nepotřebného majetku a v průběhu následujících čtyř let se nepočítá s prodejem nějakého významného zařízení. Ostatní provozní náklady a výnosy souvisejí hlavně s emisními povolenkami, o jejichž přidělení společnost nerozhoduje. Z toho důvodu jejich výši nelze s určitostí předpovědět. O jejich vydání totiž rozhoduje Ministerstvo životního prostředí. Plán tedy vychází z hodnot v minulých letech. Provozní výsledek hospodaření je predikován ve všech letech v kladné hodnotě a vykazuje stabilní hodnoty a rostoucí trend.

Výnosové úroky v průběhu let rostou, jelikož se zvyšuje i množství peněz na bankovním účtu. Nákladové úroky se snižují vzhledem k plánovanému snižování cizích zdrojů. Společnost by se totiž měla soustředit na snižování zadlužení, jelikož ukazatele v této oblasti vykazují znepokojivé výsledky. Ostatní finanční výnosy a náklady souvisejí hlavně s kurzovými zisky a ztrátami. Jejich vývoj vychází z minulých let, ovšem s vynecháním roku 2013, kdy došlo k výjimečné situaci v podobě intervence České národní banky. I tak lze ale tyto náklady a výnosy jen těžce předpovědět. Finanční výsledek hospodaření je tedy, hlavně zásluhou vysokých nákladových úroků, ve všech letech záporný. Vykazuje však poměrně vyrovnanou výši bez výrazných změn. A co je důležité, jeho záporná hodnota je nižší, než výsledek hospodaření z provozní činnosti. V roce 2015 byla ztráta z finančního výsledku hospodaření sice nižší, ovšem to bylo díky příznivému vývoji kurzu, se kterým se nemůže do budoucna počítat.

Výsledek hospodaření za běžnou činnost je tedy v každém roce kladný. V průběhu let sice mírně kolísá. Nejedná se ovšem o tak výrazné výkyvy, jako v minulosti. Tento fakt lze hodnotit velmi pozitivně. Plán vychází hlavně z posledních dvou analyzovaných let, kdy se společnost již vymanila z problémů a jak výsledek hospodaření, tak i ostatní ukazatele finanční analýzy se dostaly do vcelku uspokojivých hodnot a vykazují zlepšení. Sazba daně z příjmů je předpokládána za celé období ve výši 19 %. Taková je její současná hodnota a nepočítá se s jejím zvýšením či snížením.

Tab. 36 Plán výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	52 041	51 521	51 005	50 495	49 990
Náklady vynaložené na prodej zboží	24 716	24 469	24 224	23 982	23 742
Obchodní marže	27 325	27 052	26 781	26 513	26 248
Výkony	4 403 633	4 550 393	4 704 774	4 863 821	5 022 402
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	4 386 571	4 536 972	4 694 234	4 852 725	5 012 549
Aktivace	17 062	13 421	10 540	11 096	9 853
Výkonová spotřeba	2 459 287	2 541 248	2 627 465	2 716 287	2 804 850
Přidaná hodnota	1 971 671	2 036 197	2 104 091	2 174 047	2 243 801
Osobní náklady	286 290	280 564	283 370	286 204	289 066
Daně a poplatky	5 999	6 179	6 055	5 934	6 053
Odpisy dlouhodobého majetku	1 202 348	1 166 278	1 131 289	1 097 351	1 064 430
Tržby z prodeje DM a materiálu	2 304	2 304	2 304	2 304	2 304
ZC prodaného DM a materiálu	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	-156 506	-75 685	-7 210	23 104	30 479
Ostatní provozní výnosy	163 341	228 677	160 074	224 104	291 335
Ostatní provozní náklady	473 223	520 545	468 491	562 189	674 627
Provozní výsledek hospodaření	325 962	369 297	384 474	425 674	472 785
Výnosové úroky	55	435	681	870	902
Nákladové úroky	359 107	351 925	344 886	337 989	331 229
Ostatní finanční výnosy	233 711	186 969	196 317	157 054	125 643
Ostatní finanční náklady	17 787	53 149	68 297	75 778	85 230
Finanční výsledek hospodaření	-145 022	-217 670	-216 185	-255 843	-289 914
Daň z příjmů za běžnou činnost	33 176	28 809	31 975	32 268	34 746
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	147 762	122 818	136 314	137 563	148 126
Výsledek hospodaření před zdaněním	180 940	151 627	168 289	169 831	182 872
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%

9.2 Plán rozvahy

Celková suma aktiv v průběhu let mírně klesá. Je to způsobeno především poklesem dlouhodobého majetku, který má na aktivech největší podíl. Ten je plánován pouze v provozně

nutné výši a jak již bylo uvedeno dříve, jeho výše bude v průběhu let klesat. Nejsou totiž plánovány žádné významné investice. Plán jednotlivých složek oběžných aktiv je součástí kapitoly zabývající se generátory hodnoty. Oběžná aktiva se každým rokem zvyšují. Zásoby taktéž, ovšem pouze v provozně nutné výši. Společnost je totiž ke své činnosti moc nevyužívá. Největší podíl na oběžných aktivech mají pohledávky. Ty jsou tvořeny pouze krátkodobými pohledávkami. Dlouhodobé pohledávky měla společnost v rozvaze pouze v malé výši, v roce 2015 již dlouhodobé pohledávky v rozvaze nebyly vůbec. Proto se s nimi v plánu nepočítá. Krátkodobý finanční majetek se zvyšuje o provozně nenutnou výši, jelikož je v každém roce předpoklad dosažení zisku, ale nejsou plánovány investice. Navíc koncem roku 2014 bylo ukončeno placení faktur z běžného účtu za nový Energetický blok K7, což v minulosti způsobovalo problémy s likviditou. Časové rozlišení aktivní se mírným tempem snižuje, protože se do nákladů postupně rozpouštějí náklady na dekontaminace a demolice.

Pozitivně lze hodnotit, že se v průběhu let zvyšuje vlastní kapitál a snižuje se množství cizích zdrojů. Základní kapitál zůstává neměnný, jako ve všech pěti analyzovaných letech. Kapitálové fondy společnost netvořila a ani se to nepředpokládá v budoucnu. Výsledek hospodaření běžného období je v každém roce kladný. Je tím navázáno na poslední dva roky, kdy se společnosti začalo dařit. Většina zisku je převedena do výsledku hospodaření minulých let, který díky tomu každým rokem narůstá. Menší část je použita k navýšení rezervního fondu, aby společnost měla k dispozici prostředky v případě problémů. Zbytek bude vyplacen společníkům. V případě dosažení zisku společnost vyplácela podíly na zisku již v minulosti. Jestliže bude pravidelně dosahováno kladných a vyrovnaných hodnot zisku, dá se předpokládat vyplácení vyšší sumy, než tomu bylo v minulosti.

Cizí zdroje klesají každým rokem. Je to způsobeno každoročním poklesem dlouhodobých závazků, což pro společnost představuje dobrý krok. Rezervy již v minulosti vykazovaly téměř stejnou výši, z té se vycházelo i v tomto plánu a hodnoty z minulosti byly respektovány. Krátkodobé závazky společnosti se nepatrně zvyšují. To ovšem nepředstavuje výrazný problém, jedná se pouze o neúročené závazky. Navíc společnost bude mít dostatek peněžních prostředků k jejich úhradě, takže nehrozí problémy se splácením. Bankovní úvěry společnost v minulosti, kromě roku 2011, nevyužívala. Výhodnější je úvěr od spřízněné společnosti za nižší úrok, než v bance. Časové rozlišení pasivní v minulosti obsahovalo pouze nepatrné částky, v posledním roce byla hodnota této položky dokonce nulová. Proto se s ním v tomto plánu nepočítá.

Tab. 37 Plán rozvahy (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
AKTIVA	15 287 342	14 588 967	14 008 197	13 491 691	13 029 620
Dlouhodobý majetek	13 952 240	13 184 499	12 525 274	11 899 010	11 304 060
Dlouhodobý nehmotný majetek	9 751	9 751	9 751	9 751	9 751
Dlouhodobý hmotný majetek	13 942 489	13 174 748	12 515 523	11 889 259	11 294 309
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	1 296 259	1 369 250	1 450 651	1 562 811	1 699 266
Zásoby	554 723	472 342	488 715	505 215	521 854
Pohledávky	518 560	522 063	514 437	518 510	521 854
Krátkodobý finanční majetek	222 585	374 845	447 500	539 085	655 557
Časové rozlišení	38 843	35 219	32 271	29 870	26 294
PASIVA	15 287 342	14 588 967	14 008 197	13 491 691	13 029 620
Vlastní kapitál	5 734 551	5 832 369	5 936 865	6 049 723	6 171 751
Základní kapitál	2 975 000	2 975 000	2 975 000	2 975 000	2 975 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy	200 051	202 813	203 813	205 422	206 887
VH minulých let	2 411 738	2 531 738	2 621 738	2 731 738	2 841 738
VH běžného období	147 762	122 818	136 314	137 563	148 126
Cizí zdroje	9 552 791	8 756 598	8 071 332	7 441 968	6 857 869
Rezervy	189 417	173 475	175 000	179 904	157 217
Dlouhodobé závazky	8 790 011	7 998 910	7 279 008	6 623 897	6 027 747
Krátkodobé závazky	573 363	584 213	617 324	638 167	672 905
Bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0	0

10 VÝBĚR METOD A OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

V této části práce přichází na řadu výpočty vedoucí přímo ke stanovení hodnoty společnosti. Jelikož se jedná o výnosové metody, bude potřeba stanovit náklady na cizí kapitál, vlastní kapitál a také průměrné vážené náklady kapitálu. Výpočet nákladů na kapitál je základem pro všechny výnosové metody. V druhé části této kapitoly přijde na řadu samotná volba metod a ocenění společnosti.

10.1 Stanovení nákladů na kapitál

Výnosové metody jsou založeny na bázi diskontovaných peněžních toků a diskontní míru v tomto případě představují náklady na kapitál. Zejména u stanovení nákladů na vlastní kapitál je ale nutné použít více metod výpočtu, aby nedošlo ke zkreslení výsledné hodnoty podniku. Ta je totiž diskontní mírou velice ovlivněna.

10.1.1 Náklady na cizí kapitál

Společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. v současné době nečerpá bankovní úvěry. Využívá pouze půjčky od spřízněné společnosti a díky tomu má zajištěny velmi výhodné podmínky. Úrok, za který spřízněná společnost půjčuje peníze, je pevně stanoven ve výši 4,326 %. Na této úrovni je úrok již od prvního roku půjčky, to je 2012, až do současnosti. Jeho zvyšování se nepředpokládá. Z toho důvodu budou náklady na cizí kapitál stanoveny ve výši 4,326 %.

10.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál budou vypočteny za použití tří metod a výsledné hodnoty bude dosaženo váženým průměrem hodnot z těchto metod.

10.1.2.1 Model CAPM

Pro výpočet pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv je důležité znát bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii trhu a koeficient beta.

$$N_{VK} = r_f + (R_m - r_f) * \beta \quad (5)$$

kde: N_{VK} = náklady na vlastní kapitál

r_f = bezriziková úroková míra

R_m = očekávaná výnosnost kapitálového trhu

β = koeficient beta. (Mařík, 2011a, s. 216)

Bezriziková úroková míra bude stanovena na základě výnosu desetiletých státních dluhopisů, který v současné době činí 0,46 %. (Ministerstvo financí ČR, © 2005-2013) Prémie za tržní riziko je dána rozdílem střední očekávané výnosnosti kapitálového trhu a bezrizikové úrokové míry. Ta je dle profesora Damodarana na základě hodnocení ratingové agentury stanovena ve výši 7,05 %. (Damodaran Online, 2016)

Koeficient beta je možné stanovit několika způsoby. Nejvhodnější je metoda analogie, kdy bude použita beta podobných podniků, ale při nulovém zadlužení. Tuto hodnotu je potřeba upravit o kapitálovou strukturu oceňovaného podniku na základě následujícího vzorce:

$$\beta_Z = \beta_N * \left(1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (6)$$

kde: β_Z = hodnota koeficientu beta zadlužené firmy

β_N = hodnota koeficientu beta nezadlužené firmy

d = sazba daně z příjmů

$\frac{CK}{VK}$ = poměr cizího a vlastního kapitálu. (Mařík, 2011a, s. 224)

Na základě výše uvedeného vzorce byla vypočtena hodnota zadluženého koeficientu beta 1,26 a spočteny náklady na vlastní kapitál ve výši 9,35 %.

Tab. 38 Metoda CAPM (vlastní zpracování)

Bezriziková úroková míra	0,46%
Prémie za tržní riziko	7,05%
Beta nezadlužená	0,53
Beta zadlužená	1,26
Náklady na vlastní kapitál	9,35%

10.1.2.2 Stavebnicová metoda INFA

Model je založen na principu přiřazování jednotlivých přírážek k bezrizikové úrokové míře a postup výpočtu je následující:

$$N_{VK} = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{FINSTRU} \quad (7)$$

kde: r_{LA} = riziková přírážka za velikost podniku

r_{POD} = riziková přírážka za podnikatelské riziko

$r_{FINSTAB}$ = riziková přírážka za finanční stabilitu

$r_{FINSTRU}$ = riziková přírážka za finanční strukturu. (Ministerstvo průmyslu a obchodu, © 2005)

Dle předchozího vzorce a metodiky dostupné na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu byly vypočteny náklady na vlastní kapitál. Bezriziková úroková míra je stanovena na základě výnosu desetiletých státních dluhopisů. Přírážka za velikost podniku vychází z objemu úplatných zdrojů, kterými společnost disponuje ve velkém objemu. Tudíž je přírážka nulová. Přírážka za podnikatelské riziko je dána produkční silou, tedy poměrem EBIT a celkových aktiv. Jelikož je tato hodnota vyšší, než podíl úplatných cizích zdrojů a aktiv, vynásobený úrokovou mírou cizího kapitálu, byla použita přírážka ve výši 2,02 %, což odpovídá minimální hodnotě rizika v odvětví. Přírážka za finanční stabilitu závisí na výši ukazatele běžné likvidity. Tento ukazatel má však společnost v roce 2015 nad stanovenou hranicí, tudíž přírážka nebude připočtena. Přírážka za finanční strukturu je dána rozdílem mezi alternativním nákladem na vlastní kapitál a WACC. Jelikož hodnota WACC vyšla nižší, přírážka za finanční strukturu bude taktéž nula. Náklady na vlastní kapitál tedy vycházejí pomocí této metody hodně nízké.

Tab. 39 Metoda INFA (vlastní zpracování)

Bezriziková úroková míra	0,46%
Přírážka za velikost podniku	0%
Přírážka za podnikatelské riziko	2,02%
Přírážka za finanční stabilitu	0%
Přírážka za finanční strukturu	0%
Náklady na vlastní kapitál	2,48%

10.1.2.3 Odvození z nákladů cizího kapitálu

Tento přístup je velmi snadný a vychází ze skutečnosti, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší, než náklady na cizí kapitál. K těm je tedy doporučeno přičíst přírážku ve výši 2-4 %, která představuje riziko vlastníků. Náklady cizího kapitálu byly stanoveny ve výši 4,326 %. Přírážka bude stanovena ve výši 4 %, jelikož společnost, ale i celé odvětví se nachází v poměrně složité situaci a riziko vlastníků je zvýšené. Na základě této přírážky je zjištěna hodnota nákladů vlastního kapitálu 8,326 %.

Jak již bylo uvedeno, výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál bude stanovena na základě váženého průměru předchozích vypočtených hodnot. Ovšem vzhledem k velmi nízké hodnotě nákladů na vlastní kapitál vypočtených pomocí stavebnicové metody INFA, bude tato metoda vyloučena a nebude s ní dále počítáno. Vyšší váha bude přiřazena metodě CAPM, jelikož se jedná o metodu, na základě které dochází k nejpřesnějšímu odhadu nákladů.

Tab. 40 Výsledná hodnota N_{VK} (vlastní zpracování)

Metoda	Váha	Hodnota
CAPM	2	9,35%
Odvození od nákladů na cizí kapitál	1	8,33%
Výsledná hodnota N_{VK}		9,01%

10.1.3 Průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu budou vypočteny na základě následujícího vzorce:

$$WACC = N_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + N_{VK} * \frac{VK}{K} \quad (8)$$

kde: K = celkový kapitál

N_{CK} = náklady na cizí kapitál. (Mařík, 2011a, s. 253)

Náklady na cizí a vlastní kapitál jsou již vypočteny, ovšem je potřeba vzít v úvahu poměr vlastního a cizího kapitálu v podniku. Při výpočtu nákladů na cizí kapitál je také nutné zohlednit výši sazby daně z příjmů, jelikož nákladové úroky jsou daňově uznatelné a snižují základ daně.

Tab. 41 Hodnota WACC (vlastní zpracování)

Náklady na vlastní kapitál	9,01%
Náklady na cizí kapitál	4,326%
CK/K	62,49%
VK/K	37,51%
Výsledná hodnota WACC	5,569%

Vážené průměrné náklady na kapitál vycházejí dost nízké. Je to ovlivněno hlavně vysokým podílem cizího kapitálu na celkovém kapitálu společnosti a skutečností, že Alpiq Generation (CZ) s.r.o. využívá půjčky od spřízněné společnosti za nízký úrok.

10.2 Stanovení tempa růstu

Ačkoliv je tempo růstu tržeb pro následující čtyři roky predikováno v průměru na 3,39 %, nedá se takové tempo očekávat až donekonečna. Proto pro druhou fázi bude stanoveno tempo růstu ve výši očekávaného růstu inflace, tedy na úrovni 1,6 %.

10.3 Výběr vhodných metod ocenění

Výnosové metody se zdají být k ocenění podniku v našich podmínkách nejvhodnější, samozřejmě za předpokladu jeho trvalé existence. Jedná se o nejpoužívanější metody, které jsou založeny na budoucím růstovém potenciálu společnosti a užitečných pro majitele. Nikoliv na minulých hodnotách, takže je pomocí nich dosaženo reálnějšího výsledku, než v případě užití majetkových metod. Tržní metody oceňování se naproti tomu zdají být sice nejsprávnější, ovšem v České republice je jejich užití komplikované z důvodu problematického přístupu ke všem potřebným datům a informacím.

Ocenění společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. bude provedeno pomocí dvou výnosových metod. Základní výnosovou metodou je metoda diskontovaných peněžních toků, která vychází z reálných příjmů z daného podniku. Správnost výpočtu bude ověřena pomocí modernější metody ekonomické přidané hodnoty, která má trochu odlišný postup, mělo by být ale dosaženo stejného výsledku.

Společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. bude oceněna k 1. 1. 2016, a to z důvodu rozhodování vedení o její budoucnosti a zájmu o hodnotu společnosti v případě prodeje.

10.3.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Z metod diskontovaných peněžních toků bude využita metoda „entity“, u které jsou výchozí peněžní toky do firmy (FCFF). Jedná se o peněžní toky pro vlastníky i věřitele. Základem je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Pomocí několika jeho úprav je poté dosaženo volných peněžních toků. Jedná se ale o peněžní toky pouze pro první fázi výpočtu.

Tab. 42 Výpočet volného peněžního toku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
KPVH před daněmi	366 993	382 170	423 370	470 481
Upravená daň z příjmů	69 729	72 612	80 440	89 391
KPVH po daních	297 265	309 557	342 930	381 090
Odpisy	1 166 278	1 131 289	1 097 351	1 064 430
Předběžný peněžní tok z provozu	1 463 542	1 440 847	1 440 280	1 445 520
Investice do upraveného pracovního kapitálu	593 145	593 692	560 324	567 248
Investice do pořízení dlouhodobého majetku	472 357	472 064	471 087	469 480
Volný peněžní tok (FCFF)	398 040	375 091	408 870	408 792

Diskontováním těchto peněžních toků je stanovena hodnota první fáze. Jako diskontní míra jsou použity průměrné vážené náklady kapitálu.

Tab. 43 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF entity (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
FCFF	398 040	375 091	408 870	408 792
Diskontní míra	5,569%			
Odúročitel	0,947	0,897	0,850	0,805
Diskontované FCFF	377 043	336 561	347 517	329 122
Hodnota 1. fáze (k 1. 1. 2016)	1 390 242			

Druhá fáze bude probíhat od roku 2020 až donekonečna. Její výpočet bude proveden pomocí parametrického vzorce. K výpočtu pokračující hodnoty je potřeba dopočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření a netto investice pro rok 2020. Na jejich základě poté spočítat míru investic a rentabilitu investic.

$$PH = \frac{KPVH_{2020} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i - g} \quad (9)$$

kde: g = tempo růstu

r_I = očekávaná rentabilita nových investic

i = kalkulovaná úroková míra. (Mařík, 2011a, s. 187)

Tab. 44 Výpočet pokračující hodnoty (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2020
KPVH	387 187
Investice netto	189 941
Míra investic	49,06%
Rentabilita investic	3,26%
Pokračující hodnota	4 969 678
Současná hodnota pokračující hodnoty	4 001 129

Po výpočtu 2. fáze, tedy pokračující hodnoty, je již možné přistoupit k samotnému ocenění společnosti. Pomocí metody entity je dosaženo brutto hodnoty podniku. Od této hodnoty je nutné odečíst hodnotu úročeného cizího kapitálu a poté přičíst hodnotu aktiv, která nejsou provozně nutná. To je v tomto případě provozně nenutný krátkodobý finanční majetek. Po těchto úpravách je získána netto hodnota podniku.

Tab. 45 Hodnota metodou DCF entity (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	1 390 242
Hodnota 2. fáze	4 001 129
Hodnota cizího kapitálu	8 790 011
Hodnota neprovozních aktiv	73 820
Netto hodnota podniku k 1. 1. 2016	-3 324 820

Z předchozí tabulky lze vidět, že hodnota podniku vychází záporná. Tato skutečnost bude ověřena ještě metodou ekonomické přidané hodnoty.

10.3.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota má jiný postup výpočtu, ovšem mělo by být dosaženo stejného výsledku, jako v případě diskontovaných peněžních toků. Musí být však použity stejné vstupní údaje. Za NOPAT bude dosazen korigovaný provozní výsledek hospodaření a za NOA provozně nutný investovaný kapitál. Diskontní mírou pro tuto metodu jsou vážené průměrné náklady kapitálu. Ovšem vzhledem ke skutečnosti, že účetní hodnota dlouhodobého majetku neodpovídá skutečné hodnotě, je nutné přecenění aktiv. Po konzultaci s managementem podniku bylo zjištěno, že část majetku vykazuje značné morální opotřebení,

kteřé je způsobeno zpřísňením nařizení ohledně emisí. Toto opotřebení není v účetních hodnotách zohledněno, a proto je nutné snížit hodnotu dlouhodobého provozně nutného majetku o 16,73 %. Tím dojde i k celkovému snížení NOA. Teprve po této úpravě je možné přistoupit k ocenění pomocí metody ekonomické přidané hodnoty.

Tab. 46 Hodnota metodou EVA (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	-1 359 681
Hodnota 2. fáze	-5 556 561
NOA k datu ocenění	12 307 612
Úročeny cizí kapitál	8 790 011
Neprovozní majetek k datu ocenění	73 820
Netto hodnota podniku k 1. 1. 2016	-3 324 821

Metodou ekonomické přidané hodnoty byla potvrzena záporná hodnota vlastního kapitálu společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o. Znamená to tedy, že společnost netvoří hodnotu pro své vlastníky. Z toho důvodu je nutné se zamyslet nad budoucností této společnosti a výhodnosti pro vlastníky pokračovat za těchto podmínek i nadále v podnikání.

10.4 Alternativa pro dosažení kladné hodnoty

Po výpočtu metodami ocenění diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty vychází záporná částka. Je evidentní, že za podmínek nastavených v průběhu práce je nevhodné pokračovat v činnosti. Vedení podniku by se mělo zamyslet nad výraznější změnou, která by vedla k významnému navýšení tržeb. V opačném případě není vhodné v podnikání pokračovat. Společnost totiž nevytváří hodnotu pro své vlastníky.

Cena elektřiny, která se největší měrou podílí na tržbách, klesá. To společnost nemůže ovlivnit. Je tedy potřeba získávat nové významné zákazníky a tímto způsobem zvýšit tržby. Alpiq Generation (CZ) s.r.o. působí jak ve Zlíně, tak v Kladně. Má v okolí několik velkých podniků, se kterými by mohla navázat spolupráci. To by jí zajistilo potřebný rozvoj a zlepšení výsledků. Pro zachování existence a výhodnosti podnikání pro vlastníky této společnosti je tedy potřeba se zaměřit na oslovení nových zákazníků. Díky významným investicím v minulých letech má společnost dostatečnou kapacitu ke zvládnutí vyšší výroby.

Pro znázornění rozdílu mezi hodnotou podniku při původních podmínkách a při zvýšení tržeb budou přepočteny vstupní údaje potřebné k výpočtu ocenění. Vzhledem k omezenému

rozsahu diplomové práce zde ale tyto podrobné výpočty již nebudou uvedeny. V tabulkách budou zpracovány pouze výsledné hodnoty, které budou sloužit ke znázornění nutnosti zvýšení tržeb.

Bylo zjištěno, že pokud by tržby společnosti rostly každým rokem alespoň o 6 %, byla by výsledná netto hodnota podniku kladná. Navíc by v tomto případě byla zajištěna i poměrně vysoká rentabilita tržeb. Mnohem vyšší, než je v odvětví. V tomto výpočtu je samozřejmě zahrnuto také zvýšení výkonové spotřeby, které se spojuje se zvyšováním tržeb. Investice do dlouhodobého majetku nejsou nutné. Jak již bylo uvedeno, společnost má dostatečné kapacity k tomu, aby byla schopna poskytovat své služby i dalším zákazníkům, se kterými by se dohodla na spolupráci.

Tab. 47 Hodnota metodou DCF entity II (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	1 767 996
Hodnota 2. fáze	7 873 715
Hodnota cizího kapitálu	8 790 011
Hodnota neprovozních aktiv	73 820
Netto hodnota podniku k 1. 1. 2016	925 520

Tato hodnota nyní bude potvrzena i metodou ekonomické přidané hodnoty. Samozřejmě i v tomto případě musí dojít k přecenění dlouhodobého majetku. Výsledná hodnota pomocí ekonomické přidané hodnoty je uvedena v následující tabulce (Tab. 48).

Tab. 48 Hodnota metodou EVA II (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	-981 927
Hodnota 2. fáze	-1 683 975
NOA k datu ocenění	12 307 612
Úročný cizí kapitál	8 790 011
Neprovozní majetek k datu ocenění	73 820
Netto hodnota podniku k 1. 1. 2016	925 519

Na základě alternativního propočtu upraveného o zvýšení tržeb bylo dosaženo kladné hodnoty podniku ve výši 925 519 tis. Kč. Této hodnoty však může být dosaženo pouze v případě, že společnost změní svou pasivní strategii a začne aktivně vyhledávat nové možnosti růstu. V původním plánu, ze kterého vzešla záporná netto hodnota podniku, je sice plánován

růst tržeb a zajištění kladného výsledku hospodaření ve všech letech. To ovšem z dlouhodobého hlediska není ani zdaleka dostačující. Netto hodnota podniku by totiž měla vycházet kladně, v opačném případě by se vlastníkům nevyplácelo nadále nechávat své prostředky v takové společnosti a raději je investovat jinde.

Závěr tohoto ocenění je tedy zřejmý. Za předpokladu původně plánovaného vývoje společnost nevytváří žádnou přidanou hodnotu pro své vlastníky. Hodnota, která byla vypočtena na základě upravené predikce tržeb, je mnohem nižší, než účetní hodnota vlastního kapitálu. To znamená, že tato výše stále není uspokojivá. Ovšem i za předpokladu získání nových významných zákazníků se dlouhodobější růst tržeb než 6 % nedá reálně očekávat. Musí být také zohledněno, že společnost si nemůže dovolit v nejbližší době dále investovat, takže je potřeba se spolehnout pouze na aktuální kapacitu, kterou disponuje.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo ocenit společnost Alpiq Generation (CZ) s.r.o. vybranými výnosovými metodami. Ke splnění tohoto cíle bylo potřeba analyzovat velké množství dat a informací, které se týkají oceňovaného podniku, daného odvětví, ale i celé České republiky. Nejdříve byla provedena literární rešerše zahrnující veškeré potřebné poznatky související s oceňováním podniku. K tomu byla využita široká škála české i zahraniční literatury. Praktická část byla rozdělena na analytickou a projektovou. V analytické části byla provedena strategická analýza. Ta se zabývala veškerými faktory v okolí, které ovlivňují daný podnik. Na základě strategické analýzy bylo zjištěno, že má společnost i přes ne příliš příznivé podmínky v tomto odvětví předpoklad budoucí existence. Na základě tohoto tvrzení a s ohledem na problémy, se kterými se společnost musí potýkat, byla provedena i predikce tržeb. Byl stanoven předpokládaný každoroční růst v průměru o 3,39 % ročně. Při této prognóze byla zohledněna komplikovaná situace v energetice plynoucí ze snižování cen elektřiny, ale také snižování energetické náročnosti elektronických zařízení i budov. V posledním analyzovaném roce se na poklesu tržeb podílela i hodně teplá zima.

V rámci finanční analýzy byly zjištěny nedostatky této společnosti, které byly ovlivněny hlavně záporným výsledkem hospodaření. To byl následek vysokých nákladových úroků, díky kterým byl finanční výsledek hospodaření v každém roce záporný. Největším problémem zjištěným finanční analýzou se zdá být vysoké zadlužení. Společnost totiž využívá velké množství cizích zdrojů. Ty jsou sice poskytovány spřízněnou společností za nižší úrok, při jejich výši jsou nákladové úroky ale i přesto velmi vysoké. Dalším problémem by mohla být také hodně nízká rentabilita vlastního a celkového kapitálu. Je však nutné zdůraznit, že jednotlivé ukazatele finanční analýzy vykazovaly v posledních dvou letech zlepšení.

Po finanční analýze bylo provedeno rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný, čímž začala projektová část práce. Společnost však kromě dlouhodobého finančního majetku využívá veškerý majetek ke své činnosti. Jeho hodnota však musela být upravena ještě o nedokončený dlouhodobý majetek, který prozatím nebyl zařazen do užívání. Poté byla provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty, které ovlivňují konečnou hodnotu podniku. Jejich prognóza byla provedena pro budoucí čtyři roky. Na tuto část plynule navázala tvorba finančního plánu, která vycházela především z prognózy generátorů hodnoty, zejména prognózy tržeb. Finanční plán byl sestaven pro roky 2016-2019 se záměrem zlepšení aktuální

finanční situace podniku. Cílem bylo dosahování kladné výše výsledku hospodaření a postupné snižování cizích zdrojů. Tento sestavený plán představoval východisko pro aplikaci výnosových metod.

Než bylo přistoupeno k samotnému ocenění, došlo k výpočtu průměrných vážených nákladů na kapitál. Ty vyšly hodně nízké, což bylo způsobeno především nízkými náklady na cizí kapitál. Poté bylo stanoveno tempo růstu, které je předpokládáno pro druhou fázi výpočtu nižší, než v budoucích čtyřech letech. Po těchto krocích mohl být proveden výpočet hodnoty podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků „entity“ a pomocí metody ekonomické přidané hodnoty. Takto spočítaná hodnota podniku však vyšla záporná. To znamená, že ačkoliv má společnost předpoklad budoucí existence a kladného výsledku hospodaření, nemusí to znamenat, že tvoří hodnotu pro své vlastníky. Tento stav samozřejmě není žádoucí a z toho důvodu byla spočtena alternativní hodnota společnosti. Ta vycházela ze zvýšení tržeb, kterého by mohlo být dosaženo v případě, že by společnost začala aktivně vyhledávat nové zákazníky. Na základě tohoto předpokladu tedy byla k 1. 1. 2016 stanovena hodnota společnosti ve výši 925 519 tis. Kč.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

ALCOTT, Blake, 2005. Jevons' paradox. *Ecological Economics*. 54(1), 9-21. DOI: 10.1016/j.ecolecon.2005.03.020. ISSN 09218009. Dostupné také z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0921800905001084>

ALLMAN, Keith A, 2010. *Corporate valuation modeling: a step-by-step guide*. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-48179-0.

Alpiq Generation, © 2016. Kladno: Alpiq Generation (CZ) [online]. [cit. 2016-03-21]. Dostupné z: <http://generation.alpiq.cz/>

BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, c2014. *Principles of corporate finance*. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin. ISBN 9780078034763.

BRIGHAM, Eugene F a Michael C EHRHARDT, c2014. *Financial management: theory and practice*. 14th ed. Mason, OH: South-Western Cengage Learning. ISBN 9781111972219.

Český statistický úřad, © 2016. Praha: Český statistický úřad [online]. [cit. 2016-03-27]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>

DAMODARAN, Aswath, c2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 9781118004777.

DAMODARAN, Aswath, 2014. *Applied corporate finance*. 4th ed. Hoboken: Wiley. ISBN 9781118808931.

Damodaran Online, 2016. New York: Aswath Damodaran [online]. [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Daňari online, 2016. Praha: Wolters Kluwer ČR [online]. [cit. 2016-03-29]. Dostupné z: <http://www.danarionline.cz/>

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929682.

ERÚ, © 2014. Jihlava: Energetický regulační úřad [online]. [cit. 2016-03-27]. Dostupné z: <http://www.eru.cz/cs/>

Finanční správa, © 2013-2016. Praha: Finanční správa [online]. [cit. 2016-03-27]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/>

HITCHNER, James R, c2006. *Financial valuation: applications and models*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons. ISBN 9780471761174.

HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ, 2013. *Podnikové finance v teorii a praxi*. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer Česká republika. ISBN 9788074780110.

HUBBARD, Douglas W, c2014. *How to measure anything: finding the value of intangibles in business*. 3rd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons. ISBN 9781118539279.

KALOUDA, František, 2015. *Finanční analýza a řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 9788073805265.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck. ISBN 8071795291.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER, 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada. ISBN 9788024744568.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-42465-0.

KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firem*. Vydání první. V Praze: C.H. Beck. ISBN 9788074005381.

MARINIČ, Pavel, 2008. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 9788024724324.

MAŘÍK, Miloš, 2011a. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929675.

MAŘÍK, Miloš, 2011b. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929804.

Ministerstvo financí ČR, © 2005-2013. Praha: Ministerstvo financí [online]. [cit. 2016-03-27]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/>

Ministerstvo průmyslu a obchodu, © 2005. Praha: MPO [online]. [cit. 2016-04-13]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/>

NÉMETHY, László, 2011. *Úspěšný prodej firmy: ve správný čas a za dobrou cenu*. Vyd. 1. Brno: Computer Press. ISBN 9788025134177.

OEnergetice.cz, © 2016. Třebíč: Martin Voříšek [online]. [cit. 2016-03-27]. Dostupné z: <http://oenergetice.cz/>

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde. ISBN 9788072018727.

PINTO, Jerald E. et al, 2010. *Equity asset valuation*. Second edition. Hoboken, New Jersey: Wiley. ISBN 9780470571439.

PRATT, Shannon P a Roger J GRABOWSKI, c2010. *Cost of capital: applications and examples*. 4th ed. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons. ISBN 9780470476055.

RŮČKOVÁ, Petra, 2015. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 9788024755342.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2010. *Cash flow*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press. ISBN 9788025131305.

SVAČINA, Pavel, 2010. *Oceňování nehmotných aktiv*. 1. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929620.

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. ISBN 9788074002748.

VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA, 2013. *Podnikové řízení*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-4642-5.

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 9788024736471.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-4372-1.

Výroční zpráva Alpiq Generation (CZ) s.r.o., 2011 – 2015.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

APV	Upravená současná hodnota
b.c.	Běžné ceny
C	Kapitál
CK	Cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
d	Sazba daně z příjmů
DCF	Diskontované peněžní toky
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFE	Volné peněžní toky do firmy (pro vlastníky a věřitele)
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
i	Kalkulovaná úroková míra
IČ	Identifikační číslo
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MWe	Megawatt elektrického výkonu
N _{CK}	Náklady na cizí kapitál
N _{VK}	Náklady na vlastní kapitál
NA	Není k dispozici

NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
PH	Pokračující hodnota
r_f	Bezriziková úroková míra
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál
ZC	Zůstatková cena

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1 Zdroje rizika výsledku hospodaření	16
Obr. 2 Tržní podíl společnosti	49
Obr. 3 Výsledná predikce tržeb	50
Obr. 4 Skladba tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.....	58
Obr. 5 Výsledky indexu IN05.....	65

SEZNAM TABULEK

Tab. 1 Postup výpočtu FCFF	29
Tab. 2 Postup výpočtu FCFE	30
Tab. 3 Dopady úprav do NOPAT	34
Tab. 4 Vývoj makroekonomických ukazatelů	44
Tab. 5 Srovnání tržeb a HDP	48
Tab. 6 Predikce tržeb	49
Tab. 7 Výsledná predikce tržeb	50
Tab. 8 Vertikální analýza majetkové struktury	53
Tab. 9 Horizontální analýza majetkové struktury	54
Tab. 10 Vertikální analýza finanční struktury	55
Tab. 11 Horizontální analýza finanční struktury	56
Tab. 12 Vertikální analýza výnosů	57
Tab. 13 Horizontální analýza výnosů	57
Tab. 14 Vertikální analýza nákladů	59
Tab. 15 Horizontální analýza nákladů	60
Tab. 16 Vývoj přidané hodnoty a výsledku hospodaření	60
Tab. 17 Vývoj čistého pracovního kapitálu	61
Tab. 18 Ukazatele rentability	62
Tab. 19 Ukazatele likvidity	62
Tab. 20 Ukazatele zadluženosti	63
Tab. 21 Ukazatele aktivity	64
Tab. 22 Výsledky indexu IN05	64
Tab. 23 Provozně nepotřebný majetek	67
Tab. 24 Provozně nutný investovaný kapitál	68
Tab. 25 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	68
Tab. 26 Vývoj tržeb v letech 2011-2015	69
Tab. 27 Výsledná predikce tržeb	69
Tab. 28 Vývoj provozní ziskové marže	70
Tab. 29 Prognóza provozní ziskové marže	71
Tab. 30 Výpočet upraveného pracovního kapitálu	71
Tab. 31 Vývoj a predikce dob obratu	72
Tab. 32 Predikce upraveného pracovního kapitálu	72

Tab. 33 Vývoj investic do provozně nutného majetku	73
Tab. 34 Predikce investic do dlouhodobého majetku	74
Tab. 35 Upravená predikce investic do dlouhodobého majetku.....	74
Tab. 36 Plán výkazu zisku a ztráty	77
Tab. 37 Plán rozvahy	79
Tab. 38 Metoda CAPM.....	81
Tab. 39 Metoda INFA.....	82
Tab. 40 Výsledná hodnota N_{VK}	83
Tab. 41 Hodnota WACC	83
Tab. 42 Výpočet volného peněžního toku	85
Tab. 43 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF entity	85
Tab. 44 Výpočet pokračující hodnoty.....	86
Tab. 45 Hodnota metodou DCF entity.....	86
Tab. 46 Hodnota metodou EVA	87
Tab. 47 Hodnota metodou DCF II entity	88
Tab. 48 Hodnota metodou EVA II.....	88

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Výkaz zisku a ztráty společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o.
- P II Rozvaha společnosti Alpiq Generation (CZ) s.r.o.

**PŘÍLOHA P I: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI ALPIQ
GENERATION (CZ) S.R.O.**

(v tis. Kč)			2011	2012	2013	2014	2015
I.	1	Tržby za prodej zboží	255 144	246 479	55 531	53 476	52 041
A.	2	Náklady vynaložené na prodané zboží	217 939	226 255	27 076	26 169	24 716
	+	Obchodní marže	37 205	20 224	28 455	27 307	27 325
II.		Výkony	3 851 799	4 094 452	4 685 552	5 220 748	4 403 633
II.	1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 843 945	4 086 313	4 676 386	5 212 632	4 386 571
	2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0
	3	Aktivace	7 854	8 139	9 166	8 116	17 062
B.		Výkonová spotřeba	2 044 844	2 202 934	2 720 176	2 707 005	2 459 287
B.	1	Spotřeba materiálu a energie	1 532 227	1 617 164	2 364 379	2 315 114	2 062 312
B.	2	Služby	512 617	585 770	355 797	391 891	396 975
	+	Přidaná hodnota	1 844 160	1 911 742	1 993 831	2 541 050	1 971 671
C.		Osobní náklady	287 030	314 920	305 578	305 269	286 290
C.	1	Mzdové náklady	210 218	233 286	224 166	224 389	205 545
C.	2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	45	60	30	30
C.	3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	66 372	70 773	71 239	71 040	66 731
C.	4	Sociální náklady	10 440	10 816	10 113	9 810	13 984
D.	1	Daně a poplatky	158 448	95 842	9 181	8 640	5 999
E.	1	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 009 224	967 889	887 328	1 234 596	1 202 348
III.		Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	52 596	352 013	14 522	8 458	2 304
III.	1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	51 183	350 974	12 139	1 254	2 304
	2	Tržby z prodeje materiálu	1 413	1 039	2 383	7 204	0
F.		Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	51 462	220 378	1 736	413	0
F.	1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	51 462	220 241	1 736	413	0
F.	2	Prodaný materiál	0	137	0	0	0
G.	1	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-1 188	-55 752	23 873	17 492	-156 506
G.	2	Korekce oceňovacího rozdílu k nabytému majetku	0	0	0	0	0
IV.	2	Ostatní provozní výnosy	700 526	375 006	177 776	331 799	163 341
H.	1	Ostatní provozní náklady	749 948	477 519	294 933	620 012	473 223
V.	2	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	1	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
	*	Provozní výsledek hospodaření	342 358	617 965	663 500	694 885	325 962
VI.	1	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	1	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0

	VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
	VII.	1 Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
		2 Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
		3 Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
	VIII.	1 Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
	K.	2 Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
	IX.	1 Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	6 278	101 746	53 739	14 705	0
	L.	2 Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	34 086	0	133 053	1 894
	M.	1 Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
	X.	1 Výnosové úroky	4 284	815	95	1 218	55
	N.	2 Nákladové úroky	272 211	263 226	270 780	381 818	359 107
	XI.	1 Ostatní finanční výnosy	53 066	174 930	37 330	25 014	233 711
	O.	2 Ostatní finanční náklady	242 642	18 890	750 723	118 018	17 787
	XII.	1 Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
	P.	2 Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
	*	Finanční výsledek hospodaření	-451 225	-38 711	-930 339	-591 952	-145 022
	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	-13 166	127 987	-62 387	29 326	33 176
	Q.	1 -splatná	-22 572	100 973	0	0	26 575
		2 -odložená	9 406	27 014	-62 387	29 326	6 603
		3 -odložená - korekce oceňovacího rozdílu k nabytému majetku	0	0	0	0	0
	**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-95 701	451 267	-204 452	73 607	147 762
	XIII.	1 Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
	R.	2 Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
	S.	1 Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
	S.	1 -splatná	0	0	0	0	0
		2 -odložená	0	0	0	0	0
	*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
		1 Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
	***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-95 701	451 267	-204 452	73 607	147 762
	****	Výsledek hospodaření před zdaněním	-108 867	579 254	-266 839	102 933	180 940

**PŘÍLOHA P II: ROZVAHA SPOLEČNOSTI ALPIQ GENERATION
(CZ) S.R.O.**

(v tis. Kč)			2011	2012	2013	2014	2015
		AKTIVA CELKEM	14 552 242	15 684 033	17 359 746	16 423 754	15 287 342
A.		POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0	0	0	0	0
B.		DLOUHODOBÝ MAJETEK	12 674 537	14 174 183	15 974 930	15 015 219	13 952 240
B. I.		Dlouhodobý nehmotný majetek	109 033	173 522	2 034	47 828	9 751
B. I.	1	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
	2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
	3	Software	5 370	3 941	2 034	1 297	398
	4	Ocenitelná práva	0	0	0	0	206
	5	Goodwill	0	0	0	0	0
	6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	103 663	169 581	0	46 531	9 147
	7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
	8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.		Dlouhodobý hmotný majetek	12 565 494	14 000 651	15 972 896	14 967 391	13 942 489
B. II.	1	Pozemky	129 742	137 156	137 104	124 551	143 359
	2	Stavby	2 078 906	1 957 050	1 883 094	4 158 044	4 035 301
	3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	6 658 019	6 358 229	6 054 158	10 085 400	9 690 009
	4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
	5	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
	6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
	7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2 054 478	4 349 230	7 144 916	291 134	73 820
	8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
	9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	1 644 349	1 198 986	753 624	308 262	0
B. III.		Dlouhodobý finanční majetek	10	10	0	0	0
B. III.	1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0
	2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	10	10	0	0	0
	4	Půjčky a úvěry - ovládaná a řídicí osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0
	5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
	6	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
	7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0

C.		OBĚŽNÁ AKTIVA	1 826 072	1 461 103	1 342 066	1 366 291	1 296 259
C. I.		Zásoby	408 195	430 479	479 755	545 443	554 723
C. I.	1	Materiál	405 104	427 079	476 355	542 043	554 723
	2	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0
	3	Výrobky	0	0	0	0	0
	4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
	5	Zboží	0	0	0	0	0
	6	Poskytnuté zálohy na zásoby	3 091	3 400	3 400	3 400	0
C. II.		Dlouhodobé pohledávky	165	23 950	165	165	0
C. II.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
	2	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
	3	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
	4	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	165	165	165	165	0
	5	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0	0	0	0	0
	6	Jiné pohledávky	0	23 785	0	0	0
	7	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C. III.		Krátkodobé pohledávky	1 114 769	885 739	602 765	718 560	518 560
C. III.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	342 232	360 598	351 274	377 574	333 754
	2	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	509 274	373 629	0	216 112	111 840
	3	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
	5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
	6	Stát - daňové pohledávky	192 844	3 398	62 061	61 206	9 925
	7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	68 075	68 854	68 242	60 560	60 090
	8	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	412	0	150	0	2 059
	9	Jiné pohledávky	1 931	79 260	121 038	3 108	1 283
C. IV.		Krátkodobý finanční majetek	302 943	120 935	259 381	102 123	222 585
C. IV.	1	Peníze	279	139	242	80	173
	2	Účty v bankách	302 664	120 796	259 139	102 043	222 412
	3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
	4	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
D.		OSTATNÍ AKTIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV	51 633	48 747	42 750	42 244	38 843
D. I.		Časové rozlišení	51 633	48 747	42 750	42 244	38 843
D. I.	1	Náklady příštích období	50 832	48 715	42 750	42 244	38 843
	2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
	3	Příjmy příštích období	801	32	0	0	0

(v tis. Kč)			2011	2012	2013	2014	2015
		PASIVA CELKEM	14 552 242	15 684 033	17 359 746	16 423 754	15 287 342
A.		VLASTNÍ KAPITÁL	5 280 310	5 727 859	5 519 814	5 589 598	5 734 551
A. I.		Základní kapitál	2 975 000	2 975 000	2 975 000	2 975 000	2 975 000
A. I.	1	Základní kapitál	2 975 000	2 975 000	2 975 000	2 975 000	2 975 000
	2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0
	3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A. II.		Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A. II.	1	Emisní ážio	0	0	0	0	0
	2	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
	3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
	4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A. III.		Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	176 950	175 432	197 203	196 180	200 051
A. III.	1	Zákonný rezervní fond	170 429	170 429	192 993	192 993	196 673
	2	Statutární a ostatní fondy	6 521	5 003	4 210	3 187	3 378
A. IV.		Výsledek hospodaření minulých let	2 224 061	2 126 160	2 552 063	2 344 811	2 411 738
A. IV.	1	Nerozdělený zisk minulých let	2 224 061	2 126 160	2 552 063	2 344 811	2 411 738
	2	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A. V.		Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-95 701	451 267	-204 452	73 607	147 762
B.		CIZÍ ZDROJE	9 271 926	9 956 174	11 839 931	10 834 155	9 552 791
B. I.		Rezervy	223 610	189 147	188 294	188 288	189 417
B. I.	1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
	2	Rezerva na důchody na podobná závazky	0	0	0	0	0
	3	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
	4	Ostatní rezervy	223 610	189 147	188 294	188 288	189 417
B. II.		Dlouhodobé závazky	8 294 386	9 016 107	9 674 855	9 798 859	8 790 011
B. II.	1	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
	2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	7 239 353	7 934 060	8 655 195	8 749 873	7 734 422
	3	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
	4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
	5	Přijaté zálohy	0	0	0	0	0
	6	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
	7	Směnky k úhradě	0	0	0	0	0
	8	Dohadné účty pasivní (nevyfakturované dodávky)	0	0	0	0	0
	9	Jiné závazky	0	0	0	0	0
	10	Odložený daňový závazek	1 055 033	1 082 047	1 019 660	1 048 986	1 055 589

B.	III.		Krátkodobé závazky	453 930	750 920	1 976 782	847 008	573 363
B.	III.	1	Závazky z obchodních vztahů	274 543	326 000	384 619	639 922	475 447
		2	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	187 672	0	0
		3	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
		4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
		5	Závazky k zaměstnancům	12 862	25 813	26 089	23 520	12 392
		6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	6 996	11 632	13 879	12 816	6 970
		7	Stát - daňové závazky a dotace	105 242	249 666	21 778	58 599	38 622
		8	Přijaté zálohy	71	541	125	5	4
		9	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
		10	Dohadné účty pasivní (nevyfakturované dodávky)	51 683	101 160	1 341 426	111 355	39 080
		11	Jiné závazky	2 533	36 108	1 194	791	848
B.	IV.		Bankovní úvěry a výpomoci	300 000	0	0	0	0
B.	IV.	1	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
		2	Krátkodobé bankovní úvěry	300 000	0	0	0	0
		3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.			OSTATNÍ PASIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV	6	0	1	1	0
C.	I.		Časové rozlišení	6	0	1	1	0
C.	I.	1	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0
		2	Výnosy příštích období	6	0	1	1	0