

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Teze diplomové práce

Ocenění Skupiny Severočeské doly

Bc. Ondřej Vyskoč

© 2015 ČZU v Praze

Souhrn

Diplomová práce je zaměřena na ocenění Skupiny Severočeské doly. Práce se skládá z dvou hlavních částí, v teoretické části jsou popsána všechna východiska pro zpracování části praktické. V praktické části je po původním sběru dat provedena strategická a finanční analýza, následuje rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, dále jsou analyzovány a prognózovány generátory hodnoty, ze kterých je sestaven budoucí finanční plán. Nakonec je metodou DCF entity a EVA vypočtena hodnota společnosti pro dvě prognózovaná období. V závěru práce je vyčíslen vliv předpokladů ocenění na výslednou hodnotu ocenění.

Klíčová slova

oceňování/valuace, tržní hodnota, ekonomická přidaná hodnota, diskontované peněžní toky, strategická analýza, finanční analýza, vážené průměrné náklady na kapitál, náklady na rekultivace a sanace

Cíl práce

Cílem diplomové práce je vyčíslení vlivu výchozích předpokladů ocenění (obzvláště tzv. going concern principu) na výslednou tržní hodnotu Skupiny Severočeské doly (dále jen „Skupina“), a to při ocenění dvěma výnosovými metodami - metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) a metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Metodika

V teoretické části této práce bude vysvětlena problematika oceňování společností, a to studiem příslušné literatury a odborných článků. Blíže budou specifikovány potřebné valuační metodologie a také samotný postup pro ocenění daného podniku

Praktická část práce bude vycházet ze zdrojových údajů pro ocenění Skupiny, budou použity především finanční výkazy společnosti Severočeské doly, její výroční zprávy, novinové články a další veřejně dostupná data. Pro analýzu finanční výkonnosti společnosti v minulých letech je zvoleno období let 2009 až 2013.

V průběhu práce bude využíváno především metody analytické, syntetické a komparační. Jako výchozí metodologie pro ocenění je zvolena výnosová metoda založená na současné hodnotě budoucích peněžních toků k datu ocenění. Postup samotného ocenění je rozdělené do několika celků. Nejprve je nutné provést prvotní sběr dat a ověřit jejich kompletnost a konzistentnost. Poté vypracovat strategickou analýzu, jejímž cílem je určit

výnosový potenciál Skupiny, a to jak vnějšího pohledu, tak z hlediska konkurence, a tedy jejího potenciálu vnitřního. Zatímco při analýze vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh a prognózován jeho další vývoj, při analýze potenciálu vnitřního dojde k vymezení tržního podílu Skupiny na tomto trhu a také její konkurence. K tomuto účelu bude využita SWOT a PEST analýza. Následně je nutné analyzovat finanční zdraví společnosti v rámci finanční analýzy za použití horizontálního a vertikálního rozboru finančních výkazů a analýzy poměrových a rozdílových ukazatelů. Dále bude použita také metoda syntetická pro výpočet bonitních a bankrotních modelů predikujících finanční zdraví společnosti. Po rozdělení aktiv společnosti na provozně potřebná a nepotřebná, podle toho, zda aktiva souvisí či nesouvisí s hlavním předmětem podnikání společnosti, bude nutné analyzovat a prognózovat generátory hodnoty společnosti, mezi něž patří především tržby Skupiny, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku.

Na základě výše zmíněných analýz tak bude možné přikročit k samotnému sestavení finančního plánu, který je nezbytným východiskem pro následné výpočty valuačních metodologií. V této fázi se zvolí dvě prognózovaná období. Prvním z nich je období končící likvidací podniku po vytěžení omezených zásob uhlí, tudíž jde o prognózu do konce „životnosti“ podniku při nedodržení podmínky going concern. Druhé období je prognózované na 5 let s tím, že je přijat předpoklad, že podmínka going concern je splněna a po uplynutí prognózovaného období jsou peněžní toky normalizovány na úroveň přetrvávající do nekonečna. Z finančního plánu bude pak možné určit hodnotu volných peněžních toků. Jejich diskontováním váženými průměrnými náklady na kapitál bude určena hodnota společnosti k datu ocenění. Ve schématu při dodržení going concernu bude k sumě diskontovaných volných peněžních toků přičtena také hodnota druhé fáze.

Výsledky práce

V rámci strategické analýzy byl vymezen relevantní trh Skupiny, čímž je odvětví těžby hnědého uhlí. Tento trh je v České republice soběstačný a je rozdělen pouze mezi několik velkých podniků. Z analýzy atraktivity trhu vyplývá, že trh je pro Skupinu celkem atraktivní, a to především díky vysokým vstupním bariérám na trh a nízkému počtu konkurentů, kteří jsou navíc o poznání menší. Při analýze vnějšího prostředí Skupiny bylo zjištěno, že mají na společnost velký vliv regulatorní opatření České republiky, a to zejména právní norma upravující těžební společnosti, která stanovuje zásady pro ochranu

hospodárného využívání nerostného bohatství. Nezpochybnitelným je také negativní vliv hospodářské činnosti společnosti na lidské zdraví a krajinné ekosystémy.

Při analýze vývojových možností a schopnosti Skupiny v rámci analýzy vnitřního potenciálu byl mimo jiné zkoumán historický vývoj tržního podílu Skupiny, který se za Zkoumané období pohyboval mezi 53 % až 59 %. V rámci analýzy SWOT byly mimo již zmíněné výhody Skupiny definovány také možné růstové příležitosti, mezi které patří například zvyšování spotřeby obyvatelstva. Naopak, jako hlavní hrozba bylo identifikováno možné snížení těžebních limitů a samotné vyčerpání zásob uhlí v budoucnosti. Pro prognózu vývoje tržeb byl použit matematicko-statistický software Gretl, ve kterém byla, na základě předpokladu závislosti tržeb a HDP, sestavena prognóza pro období let 2014 až 2018.

V rámci finanční analýzy bylo zjištěno dobré finanční zdraví společnosti, což bylo následně také potvrzeno aplikací vybraných bonitních a bankrotních modelů. Největší položkou aktiv byl podle očekávání dlouhodobý hmotný majetek, který ve Zkoumaném období vykazoval stálý růst. Celková bilanční suma Skupiny se pohybovala mezi 32 mild Kč a 34 mild Kč. V roce 2011 bylo rozhodnuto o prodeji společnosti JTSD - Braunkohlebergbau GmbH, což vedlo k nejvýraznějšímu poklesu bilanční sumy Skupiny, stálá aktiva díky tomu poklesla v tomto roce o celých 40 %. Vývoj peněžních prostředků a ekvivalentů zaznamenal naopak ve Zkoumaném období rostoucí tendenci, a to skoro až na pětinasobek hodnoty v roce 2009. Poměr vlastního kapitálu na celkových pasivech byl mezi 60 % až 70 %, největší složkou vlastního kapitálu byl pak vždy hospodářský výsledek z minulého období, který neklesl pod 52,9 %. Nejvíce ve Zkoumaném období pokleslo krátkodobé financování, především díky doplacení bankovních úvěrů v posledním roce. Celkové náklady odpovídaly ve většině Zkoumaného období 70 % celkových výnosů. Hlavní nákladovou položkou byly mzdové náklady, dále pak odpisy, které tvořily více než 20 % podílu na celkových výnosech.

Při analýze provozně potřebných a nepotřebných aktiv byl celý DHM zařazen do provozně nutných aktiv. Mezi provozně potřebná aktiva naopak nebyly zařazeny investice do přidružených společností a dlouhodobý finanční majetek, jelikož se nejedná o aktiva, která Skupina nutně potřebuje ke svému hlavnímu podnikání. Navíc bylo již dříve prokázáno, že finanční výsledky Skupiny byly pouze jednorázově ovlivněny transakcemi s dceřinými společnostmi. Dále byly jako nepotřebná oběžná aktiva zařazeny peněžní prostředky a ekvivalenty nad 20% hranici krátkodobého cizího kapitálu. Na základě tohoto rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná šlo přikročit k upravení investovaného

kapitálu do provozně nutných aktiv, stejně jako provozního výsledku hospodaření o výnosy a náklady, které byly spjaty s nepotřebnými aktivy.

Prognóza tržeb vycházela ze závěrů strategické a finanční analýzy. Zatímco při již zmíněné prognóze tržeb z prodeje uhlí byla potvrzena jejich závislost na HDP a prognózován růst mezi 2,4 % až 2,6 %, při finanční analýze byla možnost tohoto růstu potvrzena mediánem výnosů z prodeje uhlí za Zkoumané období ve výši 2,15 %. Přitom je nutné brát do úvahy snížení nákladů v důsledku restrukturalizace ke konci Zkoumaného období, které umožní dlouhodobé dosahování vyšší ziskové marže.

Na základě prognózy výnosů z prodeje uhlí a dopočítaných celkových výnosů byl sestaven finanční plán Skupiny, a to na dvě prognózovaná období. V prvním případě bylo uvažováno zachování principu going concern a finanční plán byl sestaven pouze pro roky 2014 až 2018. V druhém případě tento předpoklad přijat nebyl a finanční plán byl modelován do konce životnosti podniku v roce 2053. V modelu bylo zohledněno ukončení těžby v roce 2050 a následná rekultivace krajiny a divestice majetku společnosti probíhající do roku 2053.

Na základě sestavených finančních plánů byla stanovena hodnota Skupiny ke dni 31. 12. 2013 za použití dvou výnosových metod – DCF entity a EVA. Ve scénáři s dodržáním principu going concern byly volné peněžní toky, použité pro ocenění, normalizovány na úroveň roku 2018 a dále byla spočítána tzv. terminální hodnota, tedy hodnota druhé fáze ocenění diskontovaná do nekonečna.

Na základě zmíněných předpokladů byly stanoveny hodnoty vlastního kapitálu Skupiny:

- Při metodě DCF entity za předpokladu going concern principu: **43 246 mil Kč**
- Při metodě DCF entity za předpokladu omezené životnosti: **27 895 mil. Kč**
- Při metodě EVA za předpokladu going concern principu: **33 024 mil. Kč**
- Při metodě EVA za předpokladu omezené životnosti: **29 162 mil. Kč**

Lze tak pozorovat, že případné chybné přijetí předpokladu neomezeného trvání společnosti by nadhodnotilo Skupinu k datu ocenění až o 35 % v případě aplikace metodologie DCF entity a o 12 % při výpočtu diskontované EVA. Tento rozdíl je způsobem nejenom vlivem zmíněné terminální hodnoty, ale také opomenutím likvidačních, divestičních a rekultivačních nákladů. Je nutné poznamenat, že v případě Skupiny byl však

vliv těchto nákladů v porovnání s celkovou hodnotou malý, navíc kladně korigován výnosy z prodeje rozsáhlého majetku společnosti.

Autor věří, že se mu podařilo v diplomové práci dokázat, že výsledek ocenění může být do značné míry ovlivněn úsudkem oceňovatele a předpoklady, na kterých svůj oceňovací model zakládal.

Významné použité zdroje

IVSC. *International Valuation Standards*. 1. vyd. Norwich: Page Bros, 2011. 128 s. ISBN 978-0-9569313-0-6.

KISLINGEROVÁ, Eva, HNILICA, Jiří. *Finanční analýza: krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-717-9321-3.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepr. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 81-7179-529-1.

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

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

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2008. 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.

SEDLÁČKOVÁ, Helena. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-717-9367-1.

Výroční zprávy Skupiny Severočeské doly z let 2009 až 2013 [online]. Dostupné z: <http://www.sdas.cz/spolecnost/profil-spolecnosti/vyrocní-zpravy.aspx>