

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Diplomová práce

Ocenění Skupiny Severočeské doly

Bc. Ondřej Vyskoč

© 2015 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra ekonomiky

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ondřej Vyskoč

Provoz a ekonomika

Název práce

Ocenění Skupiny Severočeské doly

Název anglicky

Valuation of Severočeské doly Group

Cíle práce

Cílem diplomové práce je vyčíslení vlivu výchozích předpokladů ocenění (obzvláště tzv. going concern principu) na výslednou tržní hodnotu Skupiny Severočeské doly, a to při ocenění dvěma výnosovými metodami – metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) a metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA). Vzhledem k zásadnímu negativnímu dopadu činnosti společnosti na životní prostředí bude v průběhu práce kladen důraz při jednotlivých analýzách také na vliv nákladů na sanace a rekultivace.

Metodika

Teoretická část bude vycházet z metod pro rešeršní zpracování informací z literárních podkladů. Zdrojovými údaji pro ocenění Skupiny Severočeské doly jsou především finanční výkazy společnosti, její výroční zprávy a další veřejně dostupná data z let 2009 až 2013. Po prvotním sběru dat bude za pomoci vybraných nástrojů strategické analýzy určen výnosový potenciál společnosti. Finanční zdraví společnosti bude analyzováno rozborem finančních výkazů či analýzou poměrových ukazatelů. Syntetickou metodou bude proveden výpočet bonitních a bankrotních modelů. Poté budou analyzovány a prognózovány generátory hodnoty společnosti. Z předešlých analýz bude možné přejít k sestavení finančního plánu na dvě prognózovaná období. Prvním bude prognóza do konce životnosti podniku při nedodržení podmínky going concern. Druhé období bude prognózované na 5 let s tím, že po uplynutí prognózovaného období budou peněžní toky normalizovány na úroveň přetrvávající do nekonečna. Z finančního plánu bude následně možné určit hodnotu volných peněžních toků. Jejich diskontováním váženými průměrnými náklady na kapitál bude určena hodnota společnosti k datu ocenění. V závěru práce tak bude vyčíslen dopad přijetí špatného výchozího předpokladu na celkové ocenění.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

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

Doporučené zdroje informací

International valuation standards 2011. London: International Valuation Standards Council, 2011, 128 s. ISBN 978-0-9569313-0-6.

KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

KNÁPKOVÁ, Adriana, PAVELKOVÁ, Drahomíra, ŠTEKER, Karel. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, s. 14. ISBN 978-80-247-4456-8.

KOLLER, Tim, GOEDHART, Marc H, WESSELS, David, COPELAND, Thomas E. Valuation: measuring and managing the value of companies. 5. vyd. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2010, 811 s. ISBN 978-047-0424-728.

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

MARÍK, 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.

MARÍKOVÁ, Pavla. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

MRKVIČKA, Josef. Finanční analýza. 2. přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2006, 228 s. ISBN 80-735-7219-2.

ŠANTRŮČEK, Jaroslav. Pohledávky, jejich cese a hodnota. 2. aktualiz. vyd. Praha: Oeconomica, 2005, 198 s. ISBN 80-245-0873-7.

Předběžný termín obhajoby

2015/02 (únor)

Vedoucí práce

Ing. Ondřej Škubna

Elektronicky schváleno dne 4. 11. 2014

prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 4. 11. 2014

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 30. 03. 2015

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Ocenění Skupiny Severočeské doly" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 31. 3. 2015

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval vedoucímu mé diplomové práce Ing. Ondřeji Škubnovi za jeho odborné vedení, připomínky a náměty pro vypracování této diplomové práce. V další řadě chci poděkovat mé rodině a nejbližším přátelům za velkou podporu.

Ocenění Skupiny Severočeské doly

Valuation of Severočeské doly Group

Souhrn

Diplomová práce je zaměřena na ocenění Skupiny Severočeské doly. Cílem práce je vyčíslení vlivu výchozích předpokladů ocenění, obzvláště going concern principu, na výslednou hodnotu oceňovaného podniku. 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

Summary

The master thesis is focusing on a valuation of the group Severoceske doly. The main objective is a qualification of the impact of initial assumptions on the valuation model, especially the impact of going concern assumption on the value of the company. The thesis is split into two main parts - a theoretical part, which describes the methodology for the second, practical part. Practical part consists of an initial source data collection, strategic and financial analysis, followed by a separation of non-operating assets and analysis and forecast of revenue growth, which is allowing to forecast a financial plan. After all, the value of the company for two forecasted periods is calculated using DCF and EVA methodologies. The impact of assumptions made on the value of the company is quantified in the conclusion.

Keywords: valuation, market value, economic value added (EVA), discounted cash flow (DCF), strategic analysis, financial analyses, weighted average cost of capital (WACC), removal of restoration costs

Obsah

Seznam tabulek, grafů a obrázků	10
Seznam zkratk	12
1 Úvod.....	13
2 Cíl práce a metodika.....	14
2.1 Cíl práce.....	14
2.2 Metodika	14
3 Teoretická východiska.....	16
3.1 Oceňování podniku	16
3.1.1 Historie oceňování	16
3.1.2 Podnik.....	18
3.1.3 Oceňování podniku	19
3.2 Valuační metodologie	20
3.2.1 Hodnota podniku a standardy hodnoty	21
3.2.2 Přehled základních valuačních přístupů.....	23
3.3 Výpočet hodnoty metodou FCFF a EVA.....	30
3.4 Postup při ocenění podniku.....	33
3.4.1 Sběr vstupních dat.....	33
3.4.2 Strategická analýza	34
3.4.3 Finanční analýza	37
3.4.4 Bonitní a bankrotní modely.....	40
3.4.5 Rozdělení aktiv na provozně potřeba a nepotřebná.....	41
3.4.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	41
3.4.7 Sestavení finančního plánu	42
3.4.8 Stanovení hodnoty společnosti.....	42
4 Praktická část	43
4.1 Použitá vstupní data	43
4.2 Strategická analýza	47
4.2.1 Analýza vnějšího prostředí.....	47
4.2.2 Vymezení relevantního trhu.....	50
4.2.3 Analýza atraktivity trhu	51
4.2.4 Analýza vnitřního potenciálu Skupiny	53
4.2.5 Analýza konkurence.....	53
4.2.6 Prognóza vývoje trhu	56
4.2.7 Vliv těžebních společností na životní prostředí	57
4.3 Finanční analýza	58
4.3.1 Analýza finančních výkazů.....	58
4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů.....	69
4.3.3 Bonitní a bankrotní modely.....	76

4.4	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	78
4.4.1	Dlouhodobý hmotný majetek	79
4.4.2	Ostatní stálá aktiva	79
4.4.3	Oběžná aktiva	80
4.4.4	Provozně nutný investovaný kapitál	83
4.4.5	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	83
4.5	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	84
4.5.1	Tržby	84
4.5.2	Provozní zisková marže	85
4.5.3	Pracovní kapitál	86
4.5.4	Investice do dlouhodobého majetku	88
4.5.5	Sestavení finančního plánu	89
4.6	Stanovení hodnoty společnosti	89
4.6.1	Stanovení diskontního faktoru – WACC	90
4.6.2	Stanovení FCFF	91
4.6.3	Stanovení EVA	93
4.6.4	Výpočet hodnoty společnosti	94
4.6.5	Stanovení citlivosti na předpoklad going concern	95
5	Závěr	96
6	Seznam použitých zdrojů	99
7	Přílohy	103

Seznam tabulek, grafů a obrázků

Seznam tabulek:

Tabulka č. 1 - Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob ve Zkoumaném období	45
Tabulka č. 2 - Přehled základních informací o Skupině	46
Tabulka č. 3 - Vybrané výsledky Skupiny	47
Tabulka č. 4 - Základní makroekonomické ukazatele ČR	49
Tabulka č. 5 - Výše tržeb z prodeje uhlí (v mil. Kč)	51
Tabulka č. 6 - Velikost prodeje největších společností (v tis. tun)	51
Tabulka č. 7 - Analýza atraktivity trhu	52
Tabulka č. 8 - Výsledky analýzy atraktivity trhu	53
Tabulka č. 9 - Přehled tržních podílů Skupiny v korunovém a jednotkovém vyjádření	54
Tabulka č. 10 - Prognóza tržeb Skupiny na základě vztahu k HDP	57
Tabulka č. 11 – Přehled vybraných ukazatelů rentability Skupiny	70
Tabulka č. 13 - Přehled vybraných ukazatelů aktivity Skupiny (ve dnech)	72
Tabulka č. 15 - Ukazatele likvidity Skupiny za Zkoumané období	74
Tabulka č. 16 - Schéma stupnice hodnocení ukazatelů Kralickova testu	76
Tabulka č. 17 – Výsledné hodnoty ukazatelů Skupiny pro Kralickýv test	77
Tabulka č. 18 - Hodnocení Skupiny na základě Kralickova testu	77
Tabulka č. 19 - Altmanův index aplikovaný na Skupinu	78
Tabulka č. 20 - Provozně potřebný DHM Skupiny (v mil. Kč)	79
Tabulka č. 21 - Rozdělení ostatních stálých aktiv na provozně potřebná a nepotřebná (v mil. Kč)	80
Tabulka č. 22 - Rozdělení peněžních prostředků a ekvivalentů na provozně potřebné a nepotřebné (v mil. Kč)	81
Tabulka č. 23 - Rozdělení oběžných aktiv Skupiny na provozně potřebná a nepotřebná (v mil. Kč)	82
Tabulka č. 24 - Výsledné rozřazení aktiv Skupiny na provozně potřebná a nepotřebná (v mil. Kč)	83
Tabulka č. 25 - Provozně nutný investovaný kapitál Skupiny (v mil. Kč)	83
Tabulka č. 26 - Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření Skupiny (v mil. Kč)	84
Tabulka č. 27 - Podíl tržeb z prodeje uhlí na celkových tržbách Skupiny	85
Tabulka č. 28 - Prognóza celkových tržeb Skupiny (v mil. Kč)	85
Tabulka č. 29 - Výpočet provozní ziskové marže Skupiny za Zkoumané období	85
Tabulka č. 30 - Prognóza provozní ziskové marže Skupiny	86
Tabulka č. 31 - Prognóza vývoje zásob Skupiny	86
Tabulka č. 32 - Prognóza vývoje pohledávek Skupiny	87
Tabulka č. 33 - Prognóza vývoje neúročených krátkodobých závazků Skupiny	87
Tabulka č. 34 - Prognóza vývoje peněžních prostředků a ekvivalentů Skupiny	88
Tabulka č. 35 - Prognóza vývoje upraveného pracovního kapitálu Skupiny	88
Tabulka č. 36 - Výpočet koeficientu investiční náročnosti dlouhodobého majetku Skupiny	88
Tabulka č. 37 - Prognóza vývoje dlouhodobé majetku Skupiny	89

Tabulka č. 38 - Výpočet nákladů na cizí kapitál Skupiny.....	90
Tabulka č. 39 - Výpočet nákladů na vlastní kapitál Skupiny metodou CAPM.....	91
Tabulka č. 40 - Struktura WACC Skupiny	91
Tabulka č. 41 - Provozně potřebný investovaný kapitál pro prognózované období 2014 až 2018 (v mil. Kč) 92	
Tabulka č. 42 - Provozně potřebný investovaný kapitál pro období do konce životnosti Skupiny (v mil. Kč)92	
Tabulka č. 43 - Výpočet FCFF po první fázi prvního období let 2014 až 2018 (v mil. Kč)	92
Tabulka č. 44 - Výpočet FCFF pro období likvidace Skupiny (roky 2051 až 2053)	93
Tabulka č. 45 - Výpočet ukazatele EVA pro první prognózované období let 2014 až 2018 (v mil. Kč).....	93
Tabulka č. 46 - Ocenění metodou DCF entity při FCFF k 31.12.2013 pro první prognózované období let 2014 až 2018 (v mil. Kč)	94
Tabulka č. 47 - Ocenění metodou EVA k 31.12.2013 při prvním prognózovaném období 2014 až 2018 (v mil. Kč).....	95
Tabulka č. 48 - Vyčíslení vlivu přijetí předpokladu going concern na výsledném ocenění (v mil. Kč)	95

Seznam grafů:

Graf č. 1 - Struktura aktiv Skupiny	59
Graf č. 2 - Vývoj podílu hlavních položek krátkodobého majetku na celkových oběžných aktivech	60
Graf č. 3 - Vývoj skladby oběžných aktiv Skupiny	62
Graf č. 4 - Vývoj podílu vybraných pasivních položek na celkové bilanční sumě Skupiny	63
Graf č. 5 - Vývoj podílu vybraných položek pasiv na celkové bilanční sumě Skupiny.....	64
Graf č. 6 - Struktura nákladů Skupiny	66
Graf č. 7 - Medián výnosů z prodeje uhlí a celkových výnosů Skupiny.....	67
Graf č. 8 - Vývoj vybraných položek Výkazů zisků a ztrát Skupiny	69
Graf č. 9 - Vývoj ukazatelů rentability ve Zkoumaném období.....	70
Graf č. 10 - Vývoj vybraných ukazatelů aktivity Skupiny ve Zkoumaném období.....	72
Graf č. 11 - Vývoj vybraných ukazatelů aktivity v poměru k absolutním hodnotám	73
Graf č. 12 - Přehled vybraných ukazatelů zadluženosti Skupiny	75

Seznam obrázků:

Obrázek č. 1 - Matice SWOT analýzy	36
Obrázek č. 2 - Konsolidační celek Skupiny	46
Obrázek č. 3 - SWOT analýza Skupiny	56

Seznam zkratek

Zkratka	Význam
CAGR	Roční míra růstu celkových výnosů
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CAS	České účetní standardy
DCF	Diskontované peněžní toky
DDM	Peněžní tok pro akcionáře
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
EVS	Evropské oceňovací standardy
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
GATT	Celosvětová všeobecná dohoda o clech a obchodu
IAS	Mezinárodní účetní standardy
IFRS	Mezinárodní standardy účetního výkaznictví
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
IVSC	Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy
Kč	Koruna česká
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
NGO	Nevládní organizace
NOZ	Občanský zákoník (platný od 1.1.2014)
ObcZ	Obchodní zákoník (platný do 31.12.2013)
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita kapitálu
ROE	Výnosnost vlastního kapitálu
Skupina	Skupina Severočeské doly
TEGoVA	Evropské sdružení odhadců majetku
VŠE	Vysoká škola ekonomická v Praze
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu
ZK	Základní kapitál
Zkoumané období	Výchozí období pro ocenění - roky 2009 až 2013

1 Úvod

Tématem této diplomové práce je *Ocenění Skupiny Severočeské doly*. Vytvoření oceňovacího modelu v rámci diplomové práce autor zvolil, jelikož se v posledních letech začal zajímat o valuační problematiku. V průběhu magisterského studia na Provozně ekonomické fakultě ČZU se studenti setkávají neustále s pojmy jako podnik a jeho cíle, tvorba zisku, zvyšování přidané hodnoty nebo růst ceny společnosti. Je proto vhodné začít se také ptát, co to je vlastně ta hodnota, kterou podnik tvoří a snaží se zvyšovat. Jak je vlastně možné zjistit hodnotu něčeho tak abstraktního jako je podnik – souboru všech jeho složek, hmotných i nehmotných? A jaké předpoklady případně mohou mít vliv na tuto hodnotu?

Pokud se pokusíme odmyslet již samotný fakt, že hodnota existuje v několika rovinách (tržní hodnota, likvidační hodnota, atd.), jak bude vysvětleno v teoretické části této diplomové práce, nejdůležitější otázkou stále zůstává – lze vůbec hodnotu určit objektivně? K tomuto tématu lze dohledat v odborné literatuře nekončící diskuze odborné veřejnosti. Sám autor práce se ztotožňuje s názorem, že by mělo být minimálně možné určit tzv. hodnotu „objektivizovanou“, tj. „*typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu*“.¹ Aby bylo možné takovéto objektivizované ocenění přezkoumat, je nutné znát základní východiska a předpoklady, které oceňovatel subjektivně aplikoval při samotném procesu ocenění. Autor práce se proto rozhodl v praktické části zkoumat, jaký vliv mohou mít tyto předpoklady na výslednou hodnotu společnosti.

Jedním z používaných předpokladů u výnosových oceňovacích metod je tzv. princip going concern (často překládáno jako předpoklad neomezeného trvání společnosti), kdy oceňovatel předpokládá, že společnost dokáže v nezměněném stavu fungovat, a tedy generovat zisk, a to až do nekonečna. A je to právě vliv tohoto chybně přijatého předpokladu, jež bude zkoumán v rámci dalších kapitol.

Skupina Severočeské doly byla zvolena ze dvou hlavních důvodů – jednak autor práce hledal takovou společnost, která je finančně zdravá, ale going concern princip nespĺňuje, jednak byl pak tento výběr ovlivněn dostupností potřebných zdrojových dat, což Skupina umožňuje vzhledem k přehledně zpracovaným a elektronicky dostupným výročním zprávám.

¹ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 27

2 Cíl práce a metodika

2.1 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). Vzhledem k zásadnímu negativnímu dopadu činnosti společnosti na životní prostředí bude v průběhu práce kladen důraz při jednotlivých analýzách také na vliv nákladů na sanace a rekultivace.

2.2 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. Jelikož bude v práci mimo jiné posuzován environmentální aspekt činnosti Skupiny, naprostá většina analýz bude provedena na konsolidovaných účetních závěrkách auditovaných v souladu s IFRS.

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 z makroekonomického pohledu, tedy jejího vnějšího potenciálu, 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. Pro prostorové porovnání společnosti s oborově srovnatelnými společnostmi bude využita komparativní metoda. 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 (tzv. předpoklad neomezeného trvání společnosti). 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.

3 Teoretická východiska

3.1 Oceňování podniku

Oceňování podniku je problematikou zabývající se odhadem hodnoty daného podniku, které provádí oprávněný oceňovatel, jehož výsledkem je stanovení určité částky vyjádřené jednou hodnotou, která je platná pro konkrétní účel, pro které je ocenění definováno.²

3.1.1 Historie oceňování

Oceňovací zásady a postupy byly zavedeny v mnoha státech přibližně od roku 1930. Postupem času začaly národní oceňovací orgány sestavovat a vyhlášovat pro své členy Standardy profesionálních metod (angl. Standards of Professional Practice), což vedlo k vytvoření velkého množství standardů, předpisů, směrnic a nařízení, které se sice navzájem velmi podobaly, avšak zároveň svými odlišnostmi tvořily velký prostor pro záměny a nepřesnosti.³

V důsledku zrychlující se globalizace investičních trhů a růstu národních ekonomik koncem sedmdesátých let bylo zapotřebí harmonizovat standardy oceňování pro mezinárodní účely. Tohoto úkolu se ujali členové technického Výboru královské instituce diplomovaných odhadců (angl. Royal Institute of chartered Surveyors) spolu s představiteli oceňovacích organizací ze Spojených států. Jejich spolupráce vedla v roce 1981 k ustavení Výboru pro mezinárodní standardy oceňování majetku (angl. The International Assets Valuation Standards Comitee), od roku 2008 známého jako Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy (angl. The International Valuation Standards Council, dále jen „IVSC“).⁴ Tato organizace nyní registruje profesionální oceňovací asociace celého světa dodržující jednotné stanovy.

Dalším významným členem, který se začal podílet na vytváření mezinárodních oceňovacích standardů, byla od roku 1977 společnost, nyní nesoucí název Evropské sdružení odhadců majetku (angl. The European Group of Valuers Associations, dále jen „TEGoVA“), sdružující odhadce majetku z Belgie, Velké Británie, Irska, Německa a Francie.⁵

² KRABEC, T., *Oceňování podniku a standardy hodnoty*, s. 15-16

³ BRUMOVSKÝ, M., *Mezinárodní oceňovací Standardy a jejich vývoj*, s. 1

⁴ IVSC, *About the IVSC*, Ivsc.org

⁵ BRUMOVSKÝ, M., *Mezinárodní oceňovací Standardy a jejich vývoj*, s. 1

IVSC - The International Valuation Standards Council

IVSC je nevládní organizací (angl. Non-Government Organization, dále jen „NGO“) se sídlem v Londýně. V současnosti registruje zhruba 70 členů⁶ a je tvůrcem Mezinárodních oceňovacích standardů (angl. International Valuation Standards, dále jen „IVS“). Ve své činnosti se zaměřuje především na následující oblasti:⁷

- vytváření a publikování mezinárodních standardů pro oceňování majetku, a tím zvyšování úrovně a spolehlivosti prováděných ocenění,
- harmonizace mezinárodních oceňovacích standardů podle potřeb jednotlivých zemí, včetně účasti při zavádění a implementaci těchto standardů prostřednictvím svých členských asociací a
- rozpoznávání a zveřejňování rozdílů ve formulacích nebo účelech použití těchto IVS.

IVS - International Valuation Standards

IVS lze považovat za základní oceňovací standardy celého světa. Jsou psány velmi obecně a snaží se především vymezit základní standardy (kategorie) hodnoty. Jedna z nejvýznamnějších definic, kterou IVS obsahují, je definice tržní hodnoty, a to včetně vymezení podmínek, za kterých lze označit výsledek ocenění jako tržní hodnotu.⁸

EVS - European Valuation Standards

Evropské oceňovací standardy (angl. European Valuation Standards, dále jen „EVS“), vytváří TEGoVA. Slouží k provádění objektivních tržních odhadů nemovitostí a jiných typů majetku v rámci celé Evropy, hrají významnou roli při sjednocování oceňovacích metodik aplikovaných členskými státy TEGoVA a také při tvorbě jednotného názvosloví v procesu oceňování majetku. V rámci Celosvětově všeobecné dohody o clech a obchodu (angl. The General Agreement on Tariffs and Trade, dále jen „GATT“) bylo doporučeno, aby se při vytváření EVS dodržovaly z důvodu transparentnosti a zamezení diskriminace také standardy IVS tam, kde je to možné.⁹

⁶ IVSC, *IVSC Membership*, *Ivsc.org*

⁷ BRUMOVSKÝ, M., *Mezinárodní oceňovací Standardy a jejich vývoj*, s. 2

⁸ MAŘÍK, M., *Evropské oceňovací standardy a jejich význam pro oceňování podniku*, s. 60

⁹ BRUMOVSKÝ, M., *Mezinárodní oceňovací Standardy a jejich vývoj*, s. 2

Německé účetní standardy

Jsou vydávány Institutem německých auditorů. Dle Maříka¹⁰ je jejich hlavní výhodou fakt, že jsou jako jediné ze standardů určené přímo pro oceňování podniků.

Snaha o České valuační standardy

Institut oceňování majetku Vysoké školy ekonomické v Praze (dále jen „VŠE“) pracoval na několika verzích návrhu českých oceňovacích standardů, jejichž poslední verze byla dohledána k prosinci 2011. Standardy byly rozděleny zvlášť na standardy pro oceňování podniků, pro tržní oceňování nemovitostí a pro oceňování nehmotného majetku. Na základě veřejně dostupných informací se nepodařilo dohledat, že by k dokončení těchto standardů vůbec došlo.¹¹

Vyhláška k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška)

Vyhláška Ministerstva financí České republiky (dále jen „MFČR“) publikována ve Sbírce zákonů pod č. 173 dne 31. prosince 2013 stanovuje v § 1: „...*ceny, koeficienty, přírázky a srážky k cenám a postupy při uplatnění způsobu oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot.*“¹²

3.1.2 Podnik

Definice podniku je v literatuře vymezována různě. Podle starého Obchodního zákoníku, platného do konce roku 2013, byl podle § 5 podnik definován jako: “...*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*”¹³

Od 1. ledna 2014 byl v rámci novelizace českého právního řádu zrušen Obchodní zákoník (dále jen „ObcZ“) a novou úpravou byl v Občanském zákoníku (dále jen „NOZ“) upraven samotný pojem *podnik* na *obchodní závod*. Současná definice ObčZ definuje v § 502 podnik jako: “*Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který*

¹⁰ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 19

¹¹ VŠE, *České oceňovací standardy*, Iom.vse.cz

¹² ČESKO, *Oceňovací vyhláška*, s. 7422

¹³ ČESKO, § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., *obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů*

podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.”¹⁴

Mařík¹⁵ namítá, že k výše zmíněné definici je v případě oceňování podniku potřebné doplnění. Definice by měla brát v úvahu i nezbytně nutnou součást podnikání, čímž je rozsah využívání závazků všeho druhu. Jelikož je základním úkolem podniku generovat zisk, Mařík¹⁶ dále uvádí, že lepší pojetí podniku je definováno v německých oceňovacích zásadách jako: *“účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk.”*

Jak již bylo řečeno výše, primárním cílem podniku je dosahování zisku. Kislingerová¹⁷ však polemizuje, zda je čistý zisk opravdu správným ukazatelem, poněvadž má krátkodobý charakter. Uvádí, zda není lepším měřítkem peněžní tok (angl. cash flow), jelikož likvidita a s ní spojený pojem peněžních toků jsou jedny ze základních parametrů pro dlouhodobé fungování a existenci firmy (angl. Going Concern Princip, česky se též někdy překládá jako princip neomezeného fungování společnosti). Z pohledu integrace krátkodobých i dlouhodobých cílů je východiskem hodnota akcie, má-li společnost akcie obchodovatelné na kapitálovém trhu.

3.1.3 Oceňování podniku

Jako základ pro samotné vysvětlení oceňování podniku je třeba, jak uvádí Krabec¹⁸, odlišit dvě ekonomické disciplíny: finanční oceňování aktiv a teorii ohodnocování podniku.

Finanční oceňování aktiv vychází z teorie dokonalého fungování kapitálového trhu a z předpokladů racionálního investora. Silně se zde promítá působení teorie efektivního trhu, která je postavená na předpokladu, že ceny akcií v reálném čase zohledňují všechny hodnototvorné informace. Trh je tedy racionální a není možno zvolit investiční strategii, která by byla výnosnější než akciový trh. Aplikované DCF modely pak mají za cíl určit vnitřní hodnotu akcie. Zde je však třeba připomenout, že teorie efektivních trhů je mnohými často zpochybňována a i praxe v podobě např. bubliny dot-com či hypoteční krize nám

¹⁴ ČESKO, § 502 zákona č. 40/1994 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů

¹⁵ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 15

¹⁶ Tamtéž, s. 16

¹⁷ KISLINGEROVÁ, E., *Manažerské finance*, s. 43-44

¹⁸ KRABEC, T., *Oceňování podniku a standardy hodnoty*, s. 18

ukázala nedostatky tohoto teoretického předpokladu, neboť tyto bubliny jsou z definice vyloučeny.

Naopak jak uvádí Krabec¹⁹, teorie ohodnocování (oceňování) podniku vychází z teorie investování v podmínkách reálného světa a cílem modelu není zjištění objektivní obecně platné částky (tržní hodnoty), ale subjektivní hraniční ceny, která je relevantní pro daný subjekt ocenění (účel ocenění není redukován na zjištění rovnovážné ceny). Teorie ohodnocování podniku se obejde bez zavádějících pojmů jako "vnitřní hodnota" či "teoretická rovnovážná cena".

Před představením konkrétních metod a postupů oceňování je třeba zastavit se u faktorů, na kterých bude podstatná část dalších úvah postavena, a sice čas a riziko. Oba tyto faktory se do procesu ocenění promítají prostřednictvím diskontní míry. U časového faktoru se bavíme o současné hodnotě budoucích čistých příjmů určující celkovou hodnotu aktiva. Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku, však nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Mluvíme o tzv. časové hodnotě peněz, neboť příjem získaný dříve má větší význam, protože může být dříve investován.

Kromě velikosti plateb plynoucích z oceňovaného aktiva a časového okamžiku, kdy platby držitel aktiva získá, je pro výslednou hodnotu důležitá i pravděpodobnost s jakou částky nastanou. Hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté a naopak hodnota bude tím nižší, čím vyšším rizikem jsou tyto příjmy zatíženy. Z tohoto předpokladu můžeme obecně vymežit dva typy členění rizika:

- členění na riziko obchodní a finanční - užitečné tam, kde chceme sestavit rizikovou přírážku v rámci diskontní míry
- členění na riziko systematické a nesystematické, kterému musíme rozumět ve vztahu k účelu, pro který má dané ocenění a tím i diskontní míra sloužit²⁰

3.2 Valuační metodologie

Nyní budou vysvětleny základní pojmy potřebné pro oceňování podniku, jako jsou hodnota podniku či standardy hodnoty. Poté budou popsány základní valuační přístupy především s ohledem na ty, které budou v praktické části použité pro ocenění.

¹⁹ KRABEC, T., *Oceňování podniku a standardy hodnoty*, s. 19

²⁰ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 40

3.2.1 Hodnota podniku a standardy hodnoty

Hodnota podniku není objektivně existující vlastnost. Ocenění, a tudíž definování hodnoty, je závislé na úhlu pohledu konkrétního subjektu a účelu ocenění. Ekonomicky přijímaná hodnota určitého statku má dle Maříka²¹ dvě základní stránky:

- užitná hodnota – schopnost uspokojovat lidské potřeby, závisí na subjektivním pohledu vlastníka daného statku a
- směnná hodnota – statek má užitnou hodnotu a je k dispozici v omezeném množství.

Z pohledu oceňování podniku je hodnota závislá především na budoucím užítku, a to zda bude podnik v budoucnosti schopen generovat příjmy. Tato hodnota se převádí diskontováním na současnou hodnotu.²²

Standardy hodnoty (angl. Basis of Value)

a) Tržní (směnná) hodnota (angl. Market Value)

Tržní hodnotou je odhadnutá částka, za kterou by měli být kupující i prodávající ochotni směnit aktivum za obvyklých podmínek v den ocenění a to v případě, že obě strany jednají vědomě, obezřetně a bez donucení.²³

b) Subjektivní (investiční) hodnota (angl. Investment Value)

Investiční hodnota je hodnota aktiva pro současného či budoucího vlastníka vzhledem k individuálním investičním či provozním cílům.²⁴ Jedná se tedy o subjektivní pojem, jelikož spojuje specifická aktiva se specifickými cíly investorů, proto může být tato hodnota aktiva vyšší či nižší, než je hodnota tržní.

c) Objektivizovaná hodnota

Dle Maříka²⁵ se jedná o jakousi obecně přijatelnou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemského vlastníka, přičemž se předpokládá, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu a s reálnými očekáváními. Tato hodnota se spíše používá v německých oceňovacích standardech.

²¹ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 20

²² Tamtéž, s. 20

²³ IVSC, *International Valuation Standards*, s. 20, odst. 30

²⁴ Tamtéž, s. 23, odst. 37-38

²⁵ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 27

d) Reálná hodnota (angl. Fair Value)

Reálná hodnota je vyžadována v Mezinárodních účetních standardech (angl. International Accounting Standards, dále jen „IAS“) a také v Mezinárodních standardech účetního výkaznictví (angl. International Financial Reporting Standards, dále jen „IFRS“), které pokračují ve vydávání IAS od roku 2001.²⁶ Způsob výkladu této hodnoty byl v roce 2011 upřesněn právě standardem IFRS 13.²⁷ Reálná hodnota je cenou aktiv či pasiv zaplacenou (obdrženou) při transakci mezi zúčastněnými stranami za oboustranně výhodných podmínek.²⁸

e) Speciální hodnota (angl. Special Value)

Jedná se o takovou částku, která odráží určité vlastnosti aktiva pro speciálního kupujícího. Speciální kupující je ten, kterému dané aktivum přinese určitou speciální hodnotu, jelikož může těžit z výhod, které jiný kupující na trhu nemá.²⁹ Například pokud by se oceňoval obraz, má jinou hodnotu pro majitele celé sbírky, ve které chybí tento poslední obraz, než pro jakéhokoliv jiného kupujícího. Takový kupující je ochoten tudíž zaplatit za obraz mnohem vyšší hodnotu.

f) Hodnota synergie (angl. Synergistic Value)

Je v podstatě dodatečnou složkou hodnoty, kde kombinací dvou či více aktiv či zájmů vzniká synergický efekt, a celková hodnota tak bude mnohem vyšší, než kdybychom sečetli hodnotu těchto jednotlivých aktiv či zájmů separátně. Je však nutné zdůraznit, že se jedná pouze o případy, kdy synergie není dostupná všem kupujícím (v takovémto případě by se jednalo o tržní hodnotu), ale zároveň je dostupná více než jednomu kupujícímu (v tomto případě by se jednalo o speciální hodnotu).³⁰

g) Likvidační hodnota (angl. Liquidation Value)

Tato částka pak představuje hodnotu aktiv určených k samostatnému prodeji při likvidaci podniku. Blíže bude specifikována v další části práce.

²⁶ DVOŘÁKOVÁ, D., *Fair value a její aplikace v Mezinárodních standardech účetního výkaznictví (IAS/IFRS)*, s. 25

²⁷ CREATIVE COMMONS BY-NC, *Reálná hodnota (Fair value)*, *Managementmania.com*

²⁸ IVSC, *International Valuation Standards*, s. 23 odst. 39-40

²⁹ Tamtéž s. 24 odst. 44-46

³⁰ Tamtéž s. 24 odst. 48

Diskontní míra

Je nástrojem, jehož pomocí se do hodnoty podniku promítne faktor času a faktor rizika. Diskontní míra je míra výnosnosti užívaná pro přepočítání peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky. Zároveň má vyjádřit míru výnosnosti investora při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.³¹

3.2.2 Přehled základních valuačních přístupů

Cílem finančního ocenění podniku je vyjádřit jeho hodnotu určitou peněžní částkou. Tato částka je závislá na zvoleném valuačním přístupu. Volba metod je závislá na cíli a funkcích, které si ocenění klade. Existují tři základní okruhy oceňovacích metod, jimiž jsou metody výnosové (ocenění na základě analýzy výnosů), metody tržní (ocenění na základě analýzy trhu) a metody majetkového ocenění (ocenění na základě analýzy majetku).³²

a) Majetkový přístup

Ocenění na základě analýzy majetku spočívá ve zjištění majetkové podstaty podniku označované také jako substanční hodnota. Základem této metody je rozdíl mezi souhrnem individuálně oceněných jednotlivých položek majetku a sumou individuálně oceněných závazků. Výsledek majetkového ocenění je tedy determinován především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění.

Při členění majetkového ocenění musíme přihlídnout zejména k zásadám a předpokladům, dle kterých budeme oceňovat jednotlivé složky majetku.

Na základě předpokladu dalšího pokračování podniku rozlišujeme dva principy, a to ocenění dle reprodukčních cen, vycházejícího z going concern principu a dále ocenění na základě likvidační hodnoty, při kterém nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku.³³

Likvidační hodnota

Již samotný název napovídá, že likvidační hodnota je zjišťována v případě, že podnik respektive jeho majetek bude rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Hodnota podniku

³¹ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 48-51

³² Tamtéž, s. 37

³³ Tamtéž, s. 321

bude tedy v tomto případě dána příjmy z likvidace (příjmy z prodeje bez nákladů na likvidaci), přičemž likvidace může probíhat různou rychlostí a intenzitou. Výpočet likvidační hodnoty je v zásadě jednoduchý, ale z praktického hlediska je velmi obtížné odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vsřebat a za jaké ceny.

Likvidační hodnotu používáme zejména v těchto případech:

- jako ocenění podniků s omezenou životností (např. těžební podniky),
- ocenění ztrátových podniků,
- odhad dolní hranice ocenění podniku,
- rozhodování mezi likvidací a sanací podniku,
- měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku a
- ocenění neprovozního majetku.³⁴

Ocenění za předpokladu pokračování podniku

Majetková hodnota je v tomto případě brána v závislosti na přístupu k ocenění jednotlivých položek:³⁵

- ocenění na bázi historických cen – za kolik byl majetek skutečně pořízen
- ocenění na bázi reprodukčních cen – kolik by stálo znovuvybudování podniku, zjistíme aktuální reprodukční ceny stejného majetku, ty snížíme o opotřebení a odečteme dluhy
- ocenění na bázi uspořené nákladů – nedochází k izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku, nýbrž bere v úvahu předpokládaný podnikatelský koncept odvozený na principech vazby k budoucnosti, ocenění podniku jako celku, subjektivního přístupu
- ocenění na bázi tržních hodnot – ocenění každé majetkové položky tržními cenami, přičemž hodnota vlastního kapitálu se rovná součtu těchto položek sníženého o závazky, tato metoda se využívá především u společností, které drží aktiva jako investiční společnosti

³⁴ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 322-333

³⁵ Tamtéž, s. 324

b) Výnosové metody

Další možností, jak stanovit hodnotu společnosti je nahlížet na ocenění jako na investici, na jejímž konci bude mít investor užitek v podobě určitého výnosu. Kislingerová³⁶ odkazuje na definici z ekonomické teorie, která popisuje investici jako „...*akt vynaložení zdrojů v současnosti za očekávané užitky v budoucnosti...*“. Z této definice vyplývá, že dochází k vynaložení zdrojů za očekávaný budoucí užitek, jehož velikost se pouze odhaduje, a tudíž není jistá.

Mařík³⁷ problematiku dále komentuje tak, že za tyto výnosy je nejvhodnější považovat konkrétní skutečné příjmy, které poté plynou z oceňovaného podniku držitelům. Dále je pak možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Podle toho, jaká veličina bude pod výnosy v obecném vyjádření definována, budou pak rozlišovány jednotlivé výnosové metody pro ocenění, kterými jsou:

- Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Dividendové diskontní modely

Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF)

V současnosti jsou v praxi nejvíce rozšířeny právě modely diskontovaného cash flow (angl. Discounted Cash Flow, dále jen „DCF“), nejvíce jsou využívány v USA, ale postupně se začaly prosazovat především do kontinentální Evropy, a tudíž i do ČR.³⁸

Podstatou těchto metod je odvození hodnoty aktiv od současné hodnoty budoucích peněžních toků, tedy budoucích výnosů.³⁹ Základním smyslem metod je zjistit hodnotu „vlastního kapitálu“, k tomu slouží tři základní techniky použití metody:⁴⁰

- Metoda DCF entity
 - Vychází se z peněžních toků, které by byly k dispozici jak vlastníkům, tak věřitelům, následně se jejich diskontováním získá hodnota podniku jako celku, od které se poté odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění.

³⁶ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 145

³⁷ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 163

³⁸ Tamtéž, s. 164

³⁹ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 157

⁴⁰ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 165

- Metoda DCF equity
 - Vychází se z peněžních toků, které by byly k dispozici pouze vlastníkům, ty se následně diskontují.
- Metoda DCF APV
 - Nejdříve je zjištěna hodnota podniku jako celku součtem hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků, pro výslednou hodnotu zbývá od hodnoty odečíst cizí kapitál.

Nejpoužívanější z těchto metod je DCF entity, naopak nejméně se používá metoda DCF APV. Hlavní výhodou metody DCF entity je možnost použití i v případě oceňování samostatných divizí a při podobných oceňovacích úkolech, kdy je potřeba znát hodnotu aktiv jako celku.

Každá použitá varianta metody DCF je závislá na správném vybrání diskontní míry. Pro DCF entity je potřeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Dále pro metodu DCF equity je úroková míra tvořená odhadem nákladů na vlastní kapitál. Nakonec pro DCF APV je diskontní míra určena na základě účelu ocenění, tedy diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení pro určení hodnoty firmy, naopak pro určení hodnoty daňového štítu se používá diskontní míra odpovídající nákladům cizího kapitálu.⁴¹

Pro další postup v práci bude použita diskontní míra pro DCF entity, která je na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Tato diskontní míra pracuje jak s úrokem (cenou za použití kapitálu věřitelů), tak s požadovaným výnosem akcionářů. Představuje průměrnou cenu, kterou společnost platí za vytvořený finanční mix na straně pasiv.⁴² Obecný vzorec pro tuto diskontní míru (WACC) je pak:⁴³

⁴¹ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 206

⁴² KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 174-175

⁴³ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 207

$$WACC = n_{CK} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K}$$

n_{CK} = náklady na cizí kapitál

d = sazba daně z příjmu

CK = cizí kapitál

$n_{VK(Z)}$ = náklady na vlastní kapitál

VK = vlastní kapitál

K = celková hodnota provozně nutného investovaného kapitálu ($VK + CK$)

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda je specifická ve výpočtu hodnoty equity, jelikož počítá výnosovou hodnotu z výnosů pouze pro vlastníky, výsledkem je tedy pak hodnota kapitálu vlastního.

Při použití jsou zde rozlišovány dvě základní varianty, v závislosti na pochopení čistých výnosů. První vychází z předpokladu, že čistý výnos podniku je určován na základě peněžních toků (rozdíl mezi příjmy a výdaji). Druhá varianta vychází z upravených výsledků hospodaření, tedy z upraveného rozdílu mezi náklady a výnosy.⁴⁴

c) Tržní přístup

Tržní přístup k ocenění pracuje s dvěma základními situacemi podniku:⁴⁵

- přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu
- ocenění metodou tržního porovnání

Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

V případě podniků, jejichž akcie jsou veřejně obchodovány, a tudíž jsou známé ceny akcií, se často za tržní hodnotu považuje tržní kapitalizace vypočtená jako součin ceny a počtu akcií. Ve skutečnosti se však tyto dvě veličiny liší. Předně se při výpočtu tržní hodnoty zpravidla nepoužívá poslední známá cena akcie, nýbrž průměrná cena za poslední období, aby byla zohledněna volatilita. Dále pak hraje svou roli také vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. Nelze předpokládat, že cena akcie bude stejná v případě prodeje zlomku akcií jako při prodeji sta procent akcií. Při koupi většího podílu akcií je cena o 20 %

⁴⁴ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 257

⁴⁵ Tamtéž, s. 303

až 50 % vyšší oproti předcházejícímu stavu. Prémii zaplacenou nad rámec předchozí běžné ceny lze vysvětlit následovně:⁴⁶

- akcie jsou nadhodnocené
- prémie je cenou za možnost kontrolovat chod společnosti
- teorie nákladů zastoupení - zájmy managementu jsou odlišné od zájmů akcionářů
- synergie pomocí níž dojde k růstu hodnoty nově vzniklého celku

Ocenění metodou tržního porovnání

Metoda tržního porovnání se využívá v případech, kdy je třeba ohodnotit společnost, jejíž akcie nejsou veřejně obchodovány nebo se nejedná o akciovou společnost. Hodnota aktiv se tedy odvozuje na základě informací o tržních cenách nebo ohodnocení obdobných aktiv. Problém nastává v případě, že nelze na trhu nalézt aktivum k porovnání.

Metoda tržního ohodnocení je uplatňována následovně:⁴⁷

- metoda srovnatelných podniků – srovnání s podniky, jejichž cena akcií je známá
- srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu
- metoda srovnatelných transakcí – srovnání s podniky, které byly předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu
- metoda odvětvových multiplikátorů

Metoda srovnatelných podniků

Této metody je využíváno v případě, že existuje podnik, který je srovnatelný v několika základních kritériích, popsanych dále, s podnikem námi hodnoceným. Je však třeba brát na vědomí, že nelze použít hodnotu tržní kapitalizace, tedy vynásobený počet akcií společnosti jejich cenou. Při výběru společnosti pro srovnání je třeba hledět především na odvětví a obor podnikání, vyráběné produkty, velikost, právní formu, strukturu financování, základní technologie, strukturu dodavatelů a odběratelů, výkonnost a perspektivu.⁴⁸

Celý postup se skládá z několika méně či více složitých kroků od analýzy národního hospodářství a odvětví přes finanční analýzu podniku až po stanovení hodnoty akcie oceňovaného podniku. Důležitým krokem je také výběr vhodných multiplikátorů.

⁴⁶ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 303-304

⁴⁷ Tamtéž, s. 304-305

⁴⁸ Tamtéž, s. 306

Multiplikátory

V rámci metody srovnatelných podniků využíváme tzv. tržní multiplikátory, díky kterým můžeme vcelku jednoduše porovnávat jednotlivé ukazatele. Hodnota akcie je vyjádřena jako násobek zvolené vztahové veličiny. Jinak řečeno, multiplikátor je poměr tržní ceny k nějaké vztahové veličině. Mezi nejznámější multiplikátory patří P/E ratio, kde je jmenovatel představován ziskem na akcii.⁴⁹

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Čistý zisk / Počet vydaných akcií}}$$

Při pohledu na výše uvedený vzorec P/E vypovídá jeho poměr o tom, jaký násobek čistého zisku na akcii je investor ochoten za jednu akcii zaplatit. Pokud by teoreticky měla daná společnost stále stejné zisky, je možné hodnotu také chápat jako návratnost investice v letech. Vzhledem ke způsobu vyjádření tržní ceny akcie můžeme použít variantu:⁵⁰

- equity value – hodnota vlastního kapitálu na akcii (tržní cena)
- enterprise value – hodnota podniku na jednu akcii neboli tržní hodnota vlastního a cizího úročeného kapitálu na jednu akcii

Podle vyjádření vztahové veličiny pak rozlišujeme:⁵¹

- výnosové násobitele – na základě zisku za běžné období, EBIT (zisk před úrokem a zdaněním), EBITDA (zisk před odpisy, úroky a daněmi)
- majetkové násobitele – vztahovou veličinou je zde účetní hodnota vlastního kapitálu, případně kapitálu investovaného

$$\text{value / EBIT} = \frac{\text{Tržní kapitalizace} + \text{Úročené dluhy} - \text{Finanční aktiva}}{\text{EBIT}}$$

$$\text{value / EBITDA} = \frac{\text{Tržní kapitalizace} + \text{Úročené dluhy} - \text{Finanční aktiva}}{\text{EBITDA}}$$

Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu

Odlišnost od metody srovnatelných podniků spočívá zejména v rozsahu dostupných informací, kterých je v tomto případě méně. Tento postup má pouze podpurný význam.

⁴⁹ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 243

⁵⁰ Tamtéž, s. 243

⁵¹ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 306

Metoda srovnatelných transakcí

Postup je opět stejný jako v případě metody srovnatelných podniků s tím rozdílem, že nyní počítáme multiplikátory na základě skutečně zaplacené ceny za srovnatelné podniky, které byly v poslední době prodány. Používáme tedy přímo hodnotu podniku jako celku a nemusíme tak používat přepočtení na akcii. Násobitele pak vyjadřují přímo hodnotu podniku jako násobek ukazatelů za podnik jako celek, například:⁵²

- ročního zisku po dani
- EBIT
- EBITDA
- účetní hodnoty vlastního kapitálu
- celkové hodnoty investovaného kapitálu
- tržeb, případně dalších ukazatelů

Metoda odvětvových násobitelů

Charakteristický pro tento přístup je zdroj hodnot multiplikátoru. Nejsou to hodnoty za vybrané podniky, ale jsou to průměry hodnot multiplikátorů za odvětví. Tyto průměry se vyznačují určitými specifiky. Velmi často se setkáváme s množstevními násobiteli, např. v případě soukromé kabelové televize to je počet přípojek, v případě hotelů pak násobek počtu pokojů. V řadě případů je rozhodující položkou hodnoty podniku okruh zákazníků a dobrá pověst, která zákazníky zajišťuje.⁵³

3.3 Výpočet hodnoty metodou FCF a EVA

Jak již bylo zmíněno výše, v současnosti patří mezi nejvíce využívané modely pro oceňování podniků tzv. discounted cash flow (DCF) modely. Jak uvádí Kislingerová⁵⁴, podstatou oceňování na bázi uplatnění metod diskontu cash flow je, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků.

V praxi je modelů označovaných jako DCF velké množství. Z hlediska specifikace peněžního toku nyní bude vycházeno ze definice od Kislingerové⁵⁵, která rozlišuje jednotlivé druhy podle toho, pro koho je peněžní tok určen:

⁵² MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 313

⁵³ Tamtéž, s. 314

⁵⁴ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 157

⁵⁵ Tamtéž, s. 158

- volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (angl. Free Cash Flow to Firm, dále jen „FCFF“) je peněžní tok podniku jako celku
- volný peněžní tok pro vlastníky (angl. Free Cash Flow to Equity, dále jen „FCFE“)
- peněžní tok pro akcionáře
- peněžní tok, který přesahuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství

Model volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF)

Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele reprezentuje veškeré provozní peněžní toky generované podnikem z jeho provozních aktiv. Výsledná hodnota představuje peněžní tok, z něhož budou uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů. Znaky charakteristické pro FCFF:

- představuje výhradně provozní peněžní toky,
- vychází se z hypotézy financování vlastním kapitálem,
- diskontní míra na bázi průměrných nákladů kapitálu promítá vliv kapitálové struktury a
- výsledkem je ocenění firmy celkem.

Výsledný vzorec má pak podobu:⁵⁶

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - d) + \text{ODP} - \text{WC} - \text{Investice}$$

FCFF = volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele

EBIT = provozní zisk před zdaněním

d = sazba daně z příjmů

ODP = odpisy

WC = změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva - krátkodobé závazky)

Jak plyne z vlastní konstrukce, model zahrnuje všechny peněžní toky do podniku a přímo neudává, pro koho budou určeny, Právě díky tomu je užití tohoto tvaru výhodnější, neboť právě užití peněžních toků v podnikatelském záměru může být značně nepřesné.⁵⁷

⁵⁶ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 161

⁵⁷ Tamtéž, s. 162

Jestliže pro určení celkové hodnoty podniku budeme v čitateli pracovat s peněžními toky pro firmu jako celek, (FCFF), pak musí i diskontní míra odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak vlastníkům (WACC). Vzorec má pak tvar:⁵⁸

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

FCFF = volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele

n = počet období

WACC = vážené průměrné náklady na kapitál

Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomická přidaná hodnota (angl. Economic Value Added, dále jen „EVA“) slouží jako nástroj pro finanční analýzu, řízení a oceňování podniku. V podstatě se jedná o ukazatel výnosnosti, který však překonává nedostatky ukazatelů rentability běžně používaných (ROE, ROA, apod.). Hlavní nedostatky těchto ukazatelů spočívají zejména v možnosti ovlivňování výše zisku ve výkazech a v nezohlednění časové hodnoty peněz.⁵⁹

Z výše uvedených důvodu byl tedy sestaven model, který měří ekonomický zisk. Přestože jsou na ekonomický zisk v literatuře různé názory, Mařík⁶⁰ uvádí, že ekonomického zisku podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to, na rozdíl od účetního zisku, včetně nákladů na vlastní kapitál. Jinak řečeno, pokud podnik vykazuje kladný účetní zisk větší než náklady na vložený kapitál, vykazuje též ekonomický zisk.

Základní podoba vzorce pro výpočet EVA:⁶¹

$$EVA = NOPAT - K * WACC$$

NOPAT = zisk z operační činnosti podniku po zdanění

K = celková hodnota provozně nutného investovaného kapitálu

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

⁵⁸ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 169

⁵⁹ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 282

⁶⁰ Tamtéž, s. 283

⁶¹ Tamtéž, s. 284

Pro další analýzu doplníme vzorec o dříve uvedený výpočet WACC (kapitola 3.2.2, s. 27) a dostáváme následující vzorec:

$$EVA = NOPAT - n_{CK} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} = EAT - n_{VK} * VK$$

EAT = čistý zisk, hospodářský výsledek za účetní období

Pokud se takto upravený vzorec rozebere podrobněji, říká, že EVA je vlastně čistý provozní zisk, snížený o zaplacené úroky z cizího kapitálu a výnos požadovaný vlastníky. EVA také jinak řečeno sděluje – kolik peněz zůstane firmě samotné na investice do jejího dalšího rozvoje. A to je právě ta ekonomická přidaná hodnota. Pokud totiž společnost nemá peníze na rozvoj, jen s těžší zvýší svou hodnotu. Pokud je tedy EVA záporným číslem, je z výše uvedeného vzorce zřejmé, že firma nezvládá uspokojit požadavky věřitelů a/nebo vlastníků. Pokud je EVA kladné číslo, je vše v relativním pořádku a jde jen o to, jak ho co nejvíce zvýšit.

3.4 Postup při ocenění podniku

V následující části práce bude detailněji popsán postup při ocenění společnosti. Budou blíže specifikovány termíny jako strategická analýza, finanční analýza, či bonitní a bankrotní modely.

3.4.1 Sběr vstupních dat

Východiskem pro sběr vstupních dat je vždy účel ocenění a hledaný standard (kategorie) hodnoty. Potřebné informace k ocenění podniku lze rozdělit dle Maříka⁶² do následujících skupin:

- základní data o podniku a jeho struktuře,
- ekonomická a finanční data za zvolené období,
- informace o relevantním trhu a jeho segmentaci,
- údaje o konkurenčním prostředí na relevantním trhu,
- marketingová a odbytová data,
- informace týkající se výroby a dodavatelů (včetně investičních plánů),

⁶² MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 54-56

- údaje o pracovnících a produktivitě práce.

3.4.2 Strategická analýza

Strategická analýza bývá označována jednou z nejdůležitějších částí při oceňování podniku. Je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Dle Sedláčkové⁶³ se jedná o identifikování, analyzování a ohodnocení všech vnitřních i vnějších faktorů, které mohou mít vliv na výslednou volbu cílů a strategie podniku.

Mařík⁶⁴ uvádí, že účelem strategické analýzy je především popsání perspektiv podniku z dlouhodobého hlediska, odhadnout vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb a v neposlední řadě definovat rizika, která s podnikem mohou být spojena.

Postup při tvorbě strategické analýzy lze rozdělit do dvou velkých celků, a to na analýzu vnějšího potenciálu, jejíž výstupem je prognóza dalšího vývoje tohoto trhu a na analýzu vnitřního potenciálu, jejíž výsledkem je prognóza tržního podílu. Obě tyto roviny spolu však úzce souvisí. Jednotlivé části budou podrobně popsány v následujícím textu.

Analýza vnějšího potenciálu

Nejdříve budou popsány metody pro analýzu vnějšího potenciálu společností.

Vymezení relevantního trhu a poptávky

Na začátku strategické analýzy by měl být jednoznačně vymezen relativní trh oceňovaného podniku. Jeho volba musí být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby následně bylo možné zpracovat prognózu vývoje tohoto trhu. Vymezení by mělo být prováděno z hlediska produktů (věcné hledisko), území (prostorové hledisko), zákazníků a konkurentů.⁶⁵ K základním datům o trhu pak patří velikost poptávky v Kč (dále pak v kusech nebo počtem zákazníků), vývoj velikosti poptávky v čase (pomocí časové řady) a následná analýza časové řady.

Vymezení atraktivity trhu

Tato analýza by měla přispět k lepšímu poznání šancí a rizik na daném trhu, analyzovat základní charakteristiky odvětví, které jsou velmi významné z hlediska dopadu na strategii podniku.

⁶³ SEDLÁČKOVÁ, H., *Strategická analýza*, s. 3

⁶⁴ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 56-57

⁶⁵ Tamtéž, s. 59

PEST analýza

Analýza PEST je tvořena těmi faktory, které mají klíčový vliv na podnik. Tyto faktory jsou politické, ekonomické, sociálně-kulturní a technologické. Každý z těchto faktorů obsahuje mnoho vlivů z makrookolí podniku, které Sedláčková⁶⁶ popisuje jako:

- V rámci politický faktorů se může jednat o politickou stabilitu země, členství v mezinárodních organizacích či existence zákonů, právních norem a vyhlášek v dané zemi.
- Ekonomické faktory odrážejí současný stav ekonomiky, ať už se jedná o míru ekonomického růstu, míru inflace nebo výši úrokové míry. Ekonomický růst vede ke zvýšení spotřeby a tím se vytváří více příležitostí na trhu.
- Vlivy spojené s postojem a životem obyvatelstva zase určují faktory sociální a kulturní. Těmito faktory může být stárnutí obyvatelstva, zdravý životní styl nebo zvýšená potřeba kvalitních produktů.
- Předvídatost vývoje nových technologií, inovační činnost či informovanost o nových technických a technologických změnách jsou základními prvky technologických faktorů. Je potřeba, aby se podnik vyhnul zaostalosti a sledoval trendy a tím nezaostával za konkurencí, v ideálním případě aby byl vždy krok před ní.

SWOT analýza

Jak uvádí Sedláčková⁶⁷, v této analýze jsou identifikovány a rozlišovány dvě charakteristiky vnitřní situace podniku, čímž jsou jeho slabé a silné stránky a ty jsou následně porovnávány s dvěma charakteristikami vnějšího okolí, jimiž jsou příležitosti a ohrožení. Uplatnění této analýzy vede k rozvíjení silných stránek a potlačování či alespoň utlumování stránek slabých a zároveň k připravenosti podniku reagovat na potencionální hrozby a příležitosti. Dle Jakubíkové⁶⁸ může být SWOT analýza velmi užitečným způsobem sumarizace několika jednotlivých analýz a jejich kombinování s nejdůležitějšími výsledky analýzy schopností a prostředí firmy.

⁶⁶ SEDLÁČKOVÁ, H., *Strategická analýza*, s. 16-20

⁶⁷ Tamtéž, s. 91

⁶⁸ JAKUBÍKOVÁ, D., *Strategický marketing: strategie a trendy*, s. 104

Je potřebné podotknout, že hlavní nevýhodou této analýzy je samotná identifikace jednotlivých jevů. Může být totiž velmi těžké odhadnout, zda daný jev představuje silnou či slabou stránku, popřípadě zda je pro podnik příležitostí nebo hrozbou.

Obrázek č. 1 - Matice SWOT analýzy

	POMOCNÉ dosažení cíle	ŠKODLIVÉ dosažení cíle
VNITŘNÍ PŮVOD atributy organizace	<p style="text-align: center;">S</p> <p style="text-align: center;">Silné stránky</p>	<p style="text-align: center;">W</p> <p style="text-align: center;">Slabé stránky</p>
VNĚJŠÍ PŮVOD atributy prostředí	<p style="text-align: center;">O</p> <p style="text-align: center;">Příležitosti</p>	<p style="text-align: center;">T</p> <p style="text-align: center;">Hrozby</p>

Zdroj: KOZEL, R., *Moderní marketingový výzkum*, s. 39, vlastní zpracování

Porterův model pěti sil

Často využívaným nástrojem pro analýzu vnějšího prostředí podniku je také Porterův model. Ten vychází za předpokladu působení pěti základních sil na podnik, kterými jsou dle Keřkovského:⁶⁹

- potencionální vstup nových konkurentů,
- vyjednávací síla dodavatelů,
- vyjednávací síla odběratelů,
- potencionální substituty na trhu,
- konkurenční prostředí na daném trhu.

⁶⁹ KEŘKOVSKÝ, M., VYKYPĚL, O., *Strategické řízení: teorie pro praxi*, s. 53

Keřkovský dále uvádí, že v modelu jsou opomenuty komplementy, které mohou také značnou mírou ovlivnit situaci na trhu, stejně jako substituty. Působení těchto sil určuje intenzitu působení konkurence v odvětví a z toho potenciál tvorby hodnoty v daném odvětví.

3.4.3 Finanční analýza

Slouží ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku. Pomocí poměrových a rozdílových ukazatelů zjišťuje, zda podnik efektivně využívá své zdroje, zda je dostatečně ziskový, zda je schopen včas dostát svým zdrojům, apod.⁷⁰ Je jedním z nejdůležitějších nástrojů finančního řízení, a tudíž je nutná i pro ocenění podniku. Dle Maříka⁷¹ by měla plnit především základní funkce, a to prozkoumat finanční situaci podniku k datu ocenění, jaký je historický vývoj podniku a co lze očekávat v budoucnosti. V neposlední řadě pak vytvořit základ pro finanční plán, který bude sloužit pro plánování hlavních finančních veličin při samotném ocenění.

Analýza účetních výkazů

Finanční analýza je založena především na informacích, které čerpá z účetní závěrky podniku. Účetní závěrka vychází ze zákona o účetnictví⁷² a tvoří ji:

- Rozvaha
- Výkaz zisků a ztrát
- Příloha

Příloha rozvahy se dále skládá ze čtyř základních částí, a to z obecných údajů o účetní jednotce (název, sídlo, právní forma, atd.), dále z informací o účetních metodách, z doplňujících informací k rozvaze a výkazu zisků a ztrát. V neposlední řadě také z výkazu o peněžních tocích (cash flow). Příloha je velmi důležitou součástí účetní závěrky a měla by jí být věnována značná pozornost. Především pro analytické účely v kontextu oceňování podniku je vhodné využít co možná nejvíce dostupných zdrojů.

Účetní výkazy, které tvoří hlavní část vstupních informací, obsahují absolutní ukazatele. Tyto absolutní ukazatele se dají dále dělit na tokové (výsledovka, cash flow) a stavové (rozvaha), podle toho zda vyjadřují určitý stav, či informaci za určité období. Na

⁷⁰ KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., ŠTEKER, K., *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*, s. 14

⁷¹ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 96

⁷² ČESKO, zákon č. 563/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

základě těchto absolutních ukazatelů lze přistoupit k vertikálnímu a horizontálnímu rozboru. Jestliže se jedná o analýzu horizontální, pak jsou v čase porovnávány jednotlivé položky. Výsledkem je zjištění o kolik se změnila položka v absolutním vyjádření a v procentech.

Dalším druhem analýzy absolutních ukazatelů je analýza vertikální. Na rozdíl od analýzy horizontální se vertikální analýza zabývá vždy jen jedním obdobím a zkoumá, jak se na určité globální veličině podílely veličiny dílčí. Jestliže se takto propočte struktura podniku za několik po sobě jdoucích období, lze pak sledovat, jak se mění majetková či kapitálová struktura podniku.⁷³

Analýza poměrových ukazatelů

Jak bylo uvedeno výše, v účetních výkazech jsou uvedeny absolutní hodnoty jednotlivých položek. K tomu, abychom mohli promítnout vazby mezi jednotlivými absolutními ukazateli, používáme tzv. poměrové ukazatele. Dáváme tedy do poměru vybrané absolutní hodnoty tak, aby výsledná hodnota dávala logický smysl. Při jejich konstrukci je tedy dobré vycházet ze základního obsahu finančního řízení a rozhodování podniku, které je orientováno hlavně na:⁷⁴

- získávání kapitálu
- rozhodování o velikosti a struktuře majetku
- rozdělování hospodářského výsledku
- analýzu a kontrolu hospodářské činnosti

Mezi tradiční poměrové ukazatele řadíme ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a kapitálového trhu.

Ukazatele rentability

Tyto ukazatele poměřuje konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu (majetku, vlastnímu kapitálu, tržbám). Podle tohoto předpokladu zařazujeme do analýzy rentability minimálně následující ukazatele:⁷⁵

- rentabilita celkových aktiv (ROA) = EAT / aktiva celkem
- EBIT marže = EBIT / provozní výnosy

⁷³ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 63-64

⁷⁴ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 102

⁷⁵ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 69-73

- obrat celkových aktiv = provozní výnosy / aktiva celkem
- rentabilita kapitálu (ROCE) = EBIT / (vlastní kapitál + cizí kapitál)
- rentabilita vlastního kapitálu (ROE) = EAT / vlastní kapitál

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity informují o tom, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Pracujeme zde s dvojitým typem, a sice počtem a dobou obratu. Konstrukce ukazatelů pracuje s jednotlivými majetkovými částmi, které jsou poměřovány k tržbám, výnosům, eventuálně k jiným rozvahovým základnám.

Nejčastěji se lze setkat s následujícími ukazateli aktivity:⁷⁶

- obrat aktiv = tržby z provozní činnosti / aktiva celkem
- obrat dlouhodobého majetku = tržby z provozní činnosti / dlouhodobý majetek
- obrat zásob = tržby z provozní činnosti / zásoby
- obrat pohledávek = tržby z provozní činnosti / (krátkodobé pohledávky + dlouhodobé pohledávky)
- doba obratu aktiv = aktiva celkem / (tržby z provozní činnosti / 360)
- doba obratu zásob = zásoby / (tržby z provozní činnosti / 360)
- doba inkasa pohledávek = krátkodobé pohledávky / (tržby z provozní činnosti / 360)
- doba úhrady krátkodobých závazků = krátkodobé závazky / (tržby z provozní činnosti / 360)

Ukazatele zadluženosti

Zadluženost kapitálu se určuje ve třech hlavních stupních, a to:⁷⁷

- zadluženost I. (debt equity ratio) = cizí zdroje / vlastní kapitál
- zadluženost II. (debt ratio) = cizí zdroje / aktiva celkem
- úrokové krytí (interest coverage) = EBIT / nákladové úroky

Příčemž Kislingerová⁷⁸ uvádí ještě jeden ukazatel:

- equity ratio = vlastní kapitál / aktiva celkem

⁷⁶ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 106-107

⁷⁷ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 73

⁷⁸ KISLINGEROVÁ, E., *Finanční analýza*, s. 35

Ukazatele zadluženosti nás informují o tom, jak je úspěšná práce managementu při získávání dodatečných zdrojů pro financování podniku. U prvního z ukazatelů (zadluženost I.) se obvykle doporučuje poměr 1:1, přičemž za bezpečnou míru zadlužení považujeme 40 % cizího kapitálu v poměru k vlastnímu. Některé zdroje však uvádějí jako dostačující i poměr 20%.⁷⁹ Z poměru druhého ukazatele (Zadluženost II.) lze usoudit jaká majetková základna kryje cizí zdroje. Poslední ukazatel zadluženosti (ukazatel úvěrového krytí) patří ke klíčovým a říká nám, kolikrát může klesnout zisk, aby byl podnik stále schopen obsloužit cizí zdroje.⁸⁰

Ukazatele likvidity

V podmínkách tržní ekonomiky nemůže fungovat podnik, který by nebyl schopen dostát svým závazkům, proto je i likvidita nedílnou součástí hodnocení podniku. Podnik musí disponovat dostatečnou hotovostí a ostatními likvidními aktivy, aby byl schopen v daný čas platit své závazky. Jiný pohled na věc přináší Růčková⁸¹, která uvádí, že nedostatek likvidity vede k tomu, že podnik není schopen využít ziskových příležitostí, které se při podnikání objeví.

Při použití hodnot ukazatele likvidity je třeba myslet na to, že na základě jednoho čísla se velmi těžko vytvářejí závěry, a proto se doporučuje tvorba delší řady.

Z hlediska názvu a obsahu ukazatelů se zpravidla používají tři základní ukazatele:⁸²

- okamžitá likvidita = peněžní prostředky / krátkodobý cizí kapitál
- pohotová likvidita = (oběžná aktiva – zásoby) / krátkodobý cizí kapitál
- běžná likvidita = oběžná aktiva / krátkodobý cizí kapitál

3.4.4 Bonitní a bankrotní modely

Pro další možné posouzení a zhodnocení finanční situace podniku slouží bonitní a bankrotní modely. Cílem těchto analýz je zjistit bonitu společnosti, na trhu existuje mnoho tzv. „ratingových agentur“, které se přímo touto problematikou zabývají. Existuje mnoho metod a postupů hodnocení bonity firmy, finanční instituce většinou své postupy tají, jelikož se jedná o jejich know-how.⁸³

⁷⁹ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 121

⁸⁰ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 73-74

⁸¹ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*, s. 48

⁸² Tamtéž s. 49

⁸³ KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J., *Finanční analýza - krok za krokem*, s. 76

Na základě výsledků těchto modelů je společnosti přiřazena jedna jediná číselná charakteristika, která posoudí finanční zdraví oceňované společnosti. Bankrotní modely mají informovat o tom, zda společnosti hrozí bankrot na základě symptomů, které jsou pro bankrot typické (problémy s likviditou, rentabilitou, apod.). Naopak bonitní modely mají za cíl stanovit, zda je firma „dobrá“ či „špatná“ a to především komparací firem ve stejném odvětví.⁸⁴

3.4.5 Rozdělení aktiv na provozně potřeba a nepotřebná

Každá společnost má jedno základní podnikatelské zaměření, které je jejím hlavním předmětem podnikání. V případě, že podnik vytváří více podnikatelských aktivit, měly by se tyto jednotlivé aktivity oceňovat zvlášť.

Z tohoto důvodu se při oceňování společností používá rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Do první skupiny patří ta, která jsou nezbytně nutná pro základní „business“ společnosti, tedy pro jeho hlavní předmět podnikání. Všechna ostatní aktiva lze pak označit je provozně nepotřebná. Současně by s tímto rozdělením aktiv měly být rozděleny i výnosy i náklady na ty, které souvisí s provozně potřebnými aktivy nebo právě s těmi nepotřebnými.⁸⁵

Pokud by se při ocenění neprovedlo výše zmíněné rozdělení, mohlo by dojít k nadhodnocení či podhodnocení společnosti ve výsledném ocenění.

3.4.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou souborem základních podnikohospodářských veličin, které vedou k celkové hodnotě ocenění podniku. Určují se především v návaznosti na přístup k ocenění podniku. Jelikož je hodnota podniku závislá na jeho schopnosti generovat volné peněžní toky, je potřeba nalézt ty veličiny, které výslednou hodnotu podniku generují nejvíce.⁸⁶

Tato prognóza by měla být nedílnou součástí finančního plánu, který by následně měl tyto generátory hodnoty dále rozvíjet, a tím i dospět k závěrům, zda navržený soubor generátorů hodnoty splňuje stanovenou majetkovou a finanční strukturu.

⁸⁴ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*, s. 72

⁸⁵ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 118

⁸⁶ Tamtéž, s. 125-126

3.4.7 Sestavení finančního plánu

Při ocenění podniku jednou z výnosových metod je potřebné sestavit v rámci ocenění i kompletní finanční plán, což znamená sestavit výkaz zisků a ztrát a rozvahu. Finanční plán by měl mít základní logické vazby s podnikovým plánem, který obsahuje především plány prodeje, plány produkce, plány kapacit a pracovních sil, plán provozního výsledku hospodaření a z toho plynoucí plán daní a podílů na zisku, plán peněžního toku a na závěr plánovaná rozvaha pro všechny roky zvoleného plánovaného horizontu.⁸⁷

Při oceňování podniku je dobré přihlídnout k plánům managementu, není však dobré tyto plány automaticky přebírat. Za konečnou verzi ocenění nese zodpovědnost oceňovatel sám.

Jak již bylo v úvodu kapitoly uvedeno, cílem finančního plánu je sestavit plán výkazu zisku a ztrát, rozvahy a výkaz cash flow. Základem je určení generátorů hodnoty, díky kterým již známe budoucí tržby z prodeje, ziskovou marži, plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků a prognózu investic do dlouhodobého majetku. Dále je dobré doplnit plán financování (splátky úvěrů), položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, jako je např. plánovaný odprodej majetku nebo investice do cenných papírů. Neméně vhodné je do plánu zapojit předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku.⁸⁸

3.4.8 Stanovení hodnoty společnosti

Po sestavení finančního plánu je možné přejít k samotné aplikaci zvolených modelů, jejichž výběr se řídí cílem práce. Z hlediska ověření správnosti výsledků je vhodné zvolit několik modelů. Na závěr je také nezbytné provést syntézu výsledků a formulaci závěrů. Konkrétně jde o stanovení hodnoty podniku k určitému datu, přičemž uvedení tohoto data je z hlediska hodnoty podniku zcela klíčové. V případě, že je třeba se k výsledkům ocenění v budoucnu vrátit, není možné převzít výsledek, aniž by bylo prozkoumáno, že uvnitř či vně podniku nedošlo ke skutečnostem vedoucím k nezbytné aktualizaci celého propočtu.

Výsledkem celé práce je pak zpráva oceňovatele, která je předávána s průvodním dopisem obsahujícím určitá prohlášení zpracovatele. Důležitou součástí závěrečné zprávy je metodologie oceňování, která dává uživateli informaci o tom, s čím zpracovatel pracoval a zároveň dává možnost zpětné kontroly vypočtených hodnot.⁸⁹

⁸⁷ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 149

⁸⁸ Tamtéž, s. 149

⁸⁹ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 27

4 Praktická část

4.1 Použitá vstupní data

Jako výchozí údaje pro praktickou část byly použity auditované konsolidované finanční výkazy Skupiny Severočeské doly (dále jen „Skupina“) sestavené v souladu s IFRS a výroční zprávy z let 2009 až 2013 (dále jen „Zkoumané období“). Účetní výkazy byly každoročně auditované společností Ernst & Young Audit, s.r.o. Účetní období společnosti je shodné s kalendářním rokem, tedy od 1. ledna do 31. prosince.

Účetní standardy Skupiny a účetní zvyklosti

V letech 2009 až 2012 Skupina aplikovala při sestavování účetních výkazů České účetní standardy (dále jen „CAS“) i IFRS. Hlavní metodické rozdíly jsou především v oblasti odpisování na základě komponentního přístupu a z rozdílných zásad pro tvorbu rezervy na sanaci a rekultivace.

Způsoby oceňování zvolené Skupinou při sestavování účetní závěrky jsou následující:⁹⁰

a) Dlouhodobý nehmotný majetek

Je oceňován v pořizovacích cenách, které zahrnují veškeré náklady spojené s pořízením. Způsob odpisování dlouhodobého nehmotného majetku nad 60 tis. Kč byl stanoven jako rovnoměrný po dobu 3,5 roku.

b) Dlouhodobý hmotný majetek (dále jen „DHM“)

Oceňuje se v pořizovacích cenách, které zahrnují veškeré náklady spojené s pořízením (doprava, clo a další související náklady). DHM nabytý vlastní výrobou se oceňuje vlastními náklady, které zahrnují materiál, mzdu a výrobní režijní náklady. Bezplatně nabytý DHM je oceňován reprodukční pořizovací cenou ve prospěch účtu ostatních kapitálových fondů, na základě znaleckého posudku. DHM nad 40 tis. Kč je odepisován dle předpokládané doby životnosti majetku.

c) Finanční majetek

Skupina ČEZ používá pro řízení volných peněžních prostředků svých dceřiných společností takzvaný „cash pooling“. Hlavní složkou dlouhodobého finančního majetku jsou majetkové účasti a cenné papíry. Cenné papíry jsou oceňovány pořizovacími

⁹⁰ Výroční zprávy Skupiny za roky 2009 - 2013

cenami včetně ceny pořízení a přímých nákladů s pořízením souvisejících. Jednotlivé složky finančního majetku jsou každoročně přeceňovány k 31. 12.

d) Zásoby

Zásoby jsou oceňovány celkovou pořizovací cenou (včetně nákladů na přepravu, clo, provize atp.) za použití metody váženého aritmetického průměru. Výrobky a nedokončená výroba se oceňují vlastními náklady, které zahrnují přímé materiálové, mzdové, výrobní a režijní náklady.

e) Pohledávky

Jsou oceňovány jejich jmenovitou hodnotou. Pochybné pohledávky se snižují pomocí opravných položek na vrub nákladů na jejich realizační hodnotu.

f) Vlastní kapitál

Jako základní kapitál (dále jen „ZK“) je vykazována výše zapsaná v obchodním rejstříku krajského soudu. Skupina je povinná vytvářet rezervní fond v roce, kdy poprvé dosáhne zisku ve výši 20 % čistého zisku, ne však více než 10 % ZK. V dalších letech pak 5 % čistého zisku až do výše 20 % ZK. Tyto zdroje lze použít pouze k úhradě ztráty.

g) Cizí zdroje

Skupina je povinná vytvářet zákonné rezervy ve smyslu zákona o rezervách a rezervy na ztráty a rizika v případech, kdy lze se značnou mírou pravděpodobnosti definovat titul, výši a termín plnění. Dlouhodobé i krátkodobé závazky se vykazují ve jmenovitých hodnotách. Krátkodobým úvěrem je označován i dlouhodobý úvěr, jehož splatnost je k rozvahovému dni kratší než 1 rok.

h) Leasing

Skupina zahrnuje leasingové splátky do nákladů a v případě finančního leasingu aktivuje příslušnou hodnotu najatého majetku v době, kdy smlouva o nájmu končí a Skupina uplatňuje možnost odkupu. Nájemné hrazené předem se časově rozlišuje.

i) Devizové operace

Pořízený majetek a závazky v cizí měně se účtují v Kč v kurzu platném ke dni jejich vzniku. K rozvahovému dni pak byly oceněny kurzem platným k 31. 12. a vyhlášeným Českou národní bankou. Kurzové zisky a ztráty jsou poté zaúčtovány do výnosů či nákladů běžného roku.

j) Daň z příjmu

Je vypočítávána pomocí platné daňové sazby z účetního zisku upraveného o dočasně daňově neuznatelné náklady a nezdaňované výnosy. Vývoj sazby daně z příjmu ve Zkoumaném období je zachycen v Tabulce č. 1.

Tabulka č. 1 - Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob ve Zkoumaném období

	2009	2010	2011	2012	2013
Sazba daně z příjmu	20%	19%	19%	19%	19%

Zdroj: ÚČETNÍ KAVÁRNA, Vývoj sazby daně z příjmů právnických osob. Ucemikavarna.cz, vlastní zpracování

k) Dotace

Společnost obdržela ve Zkoumaném období každoročně dotaci ze státního rozpočtu na výplatu obligatorních sociálně-zdravotních dávek horníků. V roce 2013 pak dotaci na investice z Fondu životního prostředí na snižování prašnosti a také dotaci z Ministerstva průmyslu a obchodu za zvýšení životnosti gumového pásma.

l) Přidružené společnosti

Jako přidružené podniky Skupina označuje ty společnosti, ve kterých vlastní podíl mezi 20 % až 50 % nebo kde uplatňuje podstatný vliv, ale není je schopna kontrolovat. Pro zahrnutí investic v přidružených a společných podnicích je v konsolidovaných účetních výkazech používána ekvivalenční metoda. Touto metodou jsou podíly Skupiny v přidružených podnicích vykázány v pořizovací ceně upravené o podíly Skupiny na změnách vlastního kapitálu přidružené společnosti po datu akvizice. Vyplývající goodwill z akvizic je zahrnut v hodně investice a není dále odpisován. Záporný goodwill je přímo odepsán do Výkazu zisku a ztráty.

V případě snížení hodnoty podílu v přidružené společnosti Skupina vytváří opravnou položku k investici do přidružených společností. Podíly na výsledku hospodaření přidružených společností jsou zahrnuty v konsolidovaném Výkazu zisku a ztráty.

Informace s Skupině

V Tabulce č. 2 jsou zobrazeny základní informace o Skupině.

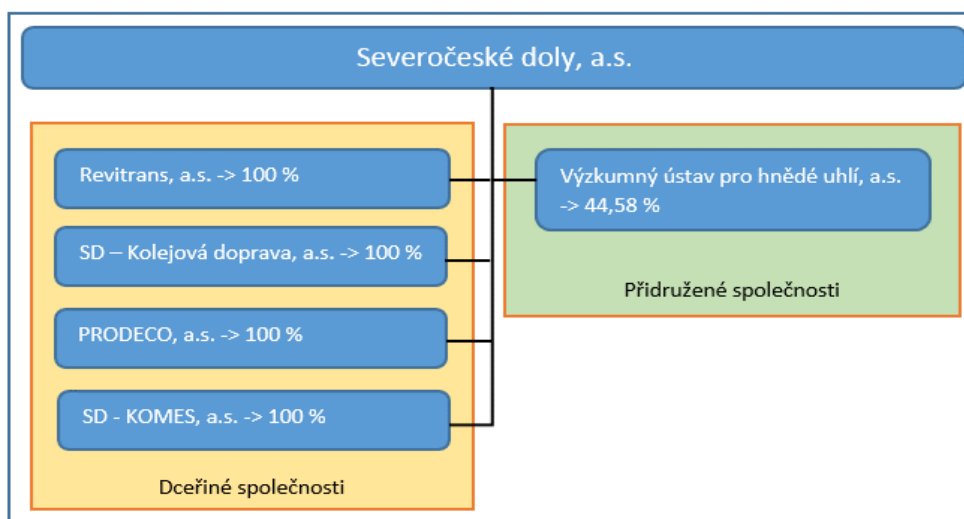
Tabulka č. 2 - Přehled základních informací o Skupině

Zápis do OR:	1. ledna 1994
Obchodní firma:	Severočeské doly, a.s.
Sídlo:	Boženy Němcové 5359, 430 01, Chomutov
Právní forma:	Akciová společnost
Základní kapitál:	9 080 631 000,- Kč
Splaceno:	100%
Akcie	9 080 631 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1000 ,- Kč
Jediný akcionář:	ČEZ, a. s., IČ: 452 74 649
	Praha 4, Duhová 2/1444, PSČ 14053

Zdroj: MSCŘ, Veřejný rejstřík a Sbirka listin. Justice.cz a vlastní zpracování

Jak lze vidět na Obrázku č. 2, Skupina se skládá z mateřské společnosti Severočeské doly a.s. a čtyř dceřiných společností: PRODECO, a.s. (společnost vznikla v roce 2013 fúzí společností SD - 1. strojírenská, a.s., a PRODECO, a.s.). Revitrans, a.s. (společnost vznikla v roce 2013 fúzí společností SD - Autodoprava, a.s., a SD - Rekultivace, a.s.). SD - Kolejová doprava, a.s. a SD - KOMES, a.s. Přidruženou společností je Výzkumný ústav pro hnědé uhlí a.s.⁹¹ Skupina Severočeské doly vnímá jako své poslání těžbu, úpravu a prodej hnědého uhlí, dále pak rekultivaci ploch dotčených těžbou, pomoc okolním obcím a městům, jež leží v blízkosti dolů a provozů, v neposlední řadě pak ochranu životního prostředí.

Obrázek č. 2 - Konsolidační celek Skupiny



Zdroj: Výroční zpráva Skupiny SD za rok 2013, s. 87, vlastní zpracování

⁹¹ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 4

Základní ukazatele Skupiny

Tabulka č. 3 shrnuje některé z hlavních rozvahových a výkonnostních položek Skupiny.

Tabulka č. 3 - Vybrané výsledky Skupiny

Vybrané výsledky Skupiny	Jednotka	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní výnosy	mil. Kč	11 130	11 353	11 231	11 361	12 352
Provozní náklady (bez odpisů)	mil. Kč	5 502	6 693	5 938	6 404	6 270
EBITDA	mil. Kč	5 628	4 660	5 293	4 957	6 082
EBIT	mil. Kč	4 013	2 827	3 229	2 608	3 406
Zisk po zdanění	mil. Kč	5 771	2 574	311	2 137	2 745
Aktiva celkem	mil. Kč	33 925	33 477	31 979	33 069	32 071
Vlastní kapitál	mil. Kč	20 681	21 263	20 680	21 127	21 968
Investice (CAPEX)	mil. Kč	3 203	4 229	4 526	3 913	2 723
Provozní cash flow	mil. Kč	4 134	4 317	6 018	4 515	6 543
Fyzický počet zaměstnanců k 31.12.	počet	5 037	4 999	5 064	5 198	5 275
Podíl na produkci hnědouhelných společností v České republice	%	48,61	49,42	53,73	52,55	58,50
Hrubá těžba uhlí	tis. tun	22 364	21 629	25 211	23 173	23 806
Odbytová těžba uhlí	tis. tun	22 029	21 757	25 144	22 789	23 667
z toho: Odbyt uhlí pro ČEZ, a. s.	tis. tun	16 471	15 598	18 072	15 935	15 553
Výdaje na ekologii	mil. Kč	178	359	546	545	428

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

4.2 Strategická analýza

Jednou z klíčových rolí při oceňování Skupiny představuje strategická analýza. Jejím cílem je nalézt vztahy a souvislosti mezi Skupinou a jejím okolím, identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, které mohou mít potencionálně vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku.⁹²

V následující části práce je tedy provedena analýza vnitřního a vnějšího prostředí Skupiny a následně určena syntéza s cílem určit zdroje konkurenční výhody a vymezit konkurenční pozici skupiny.

4.2.1 Analýza vnějšího prostředí

V rámci analýzy makroprostředí bude využita nejdříve analýza PEST zkoumající 4 klíčové faktory, které mají vliv na podnik. Jedná se o faktory politické, ekonomické,

⁹² SEDLÁČKOVÁ, H., *Strategická analýza*, s. 8-9

sociálně-kulturní a technologické. V další části pak bude provedeno vymezení relevantního trhu a následně analyzována atraktivita trhu s hnědým uhlím v ČR.

P – Politické prostředí

Právní normou upravující činnost těžebních společností, je zákon 44/1988 Sb. (horní zákon). V úvodním ustanovení je jako účel zákona definováno: „*stanovit zásady ochrany a hospodárného využívání nerostného bohatství, zejména při vyhledávání a průzkumu, otvírce, přípravě a dobývání ložisek nerostů, úpravě a zušlechťování nerostů prováděných v souvislosti s jejich dobýváním, jakož i bezpečnost provozu a ochrana životního prostředí při těchto činnostech.*“⁹³

Pro ocenění je velmi významný fakt, že všechno vytěžené uhlí na území České republiky je dle § 5 ve vlastnictví České republiky. Z toho důvodu nelze vytěžené uhlí zahrnovat do majetku společnosti. Organizace je oprávněna k dobývání výhradního ložiska po vydání povolení příslušného báňského úřadu (§ 24). Toto báňské oprávnění má povahu nemovitého majetku ve vlastnictví těžební společnosti.

Dále je pro společnost SD významná Státní energetická koncepce ČR, která definuje priority a cíle České republiky v energetickém sektoru.

Povinný rámec pro národní právní předpisy v otázce energií stanovuje také Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/28/ES ze dne 23. dubna 2009 o podpoře využívání energie z obnovitelných zdrojů. Cílem akčního plánu je 20% podíl energie z obnovitelných zdrojů.⁹⁴

E – Ekonomické prostředí

Skupina je při svém rozhodování velmi ovlivněna vývojem makroekonomických trendů. Ekonomický růst vede ke zvýšení spotřeby, zvyšují se příležitosti na trhu a naopak.⁹⁵

⁹³ PORTÁL VEŘEJNÉ SPRÁVY ČR, *Horní zákon*. Portal.gov.cz

⁹⁴ EUR LEX, *Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/28/ES*. Eur-lex.europa.eu

⁹⁵ SEDLÁČKOVÁ, H., *Strategická analýza*, s. 17

Tabulka č. 4 - Základní makroekonomické ukazatele ČR

Makroekonomické ukazatele	2009	2010	2011	2012	2013
Tempo růstu HDP (v %)	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,7
Produkce (v %)	-8,2	4,7	2,7	-2,1	-0,7
HND (v %)	-4,3	0,5	0,7	0,3	-0,7
Výdaje na spotřebu domácností (v %)	-0,7	1,0	0,2	-1,8	0,4
Míra investic (v %)	28,7	29,6	29,6	28,4	27,2
Inflace (v %)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4
Nezaměstnanost (v %)	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0
Vývoz (v %)	-13,5	18,4	13,7	6,7	3,3
Dovoz (v %)	-17,3	21,2	11,4	3,0	2,0
Směnný kurz (v Kč/EUR)	26,45	25,29	24,59	25,14	25,97
PRIBOR 3M (v %)	2,19	1,31	1,19	1,00	0,46

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, vlastní zpracování

Jak je prokázáno, ve střednědobém a dlouhodobém horizontu existuje vztah mezi změnou hrubého domácího produktu a změnou akciových kurzů. Ty zpravidla předbíhají vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců.⁹⁶ Díky tomu měl pokles tempa růstu HDP v letech 2012 a 2013 vliv na prostředí Skupiny.

Neméně důležitým ukazatelem je inflace, která se projevuje jak na vstupech, tak na výstupech podniku. Vyšší inflace v roce 2012 (3,3 %) se především promítla do odpisů Skupiny, jelikož ty jsou prováděny z historických pořizovacích cen, tudíž jsou podhodnocené.

V neposlední řadě ekonomické šoky, jako jsou vliv demise vlády, volební výsledky či vývoj nezaměstnanosti mají zcela zásadní vliv na podnikovou sféru. Proto je při oceňování budoucího vývoje Skupiny důležité zvážení makroekonomických skutečností.⁹⁷

S – Sociálně-kulturní prostředí

Těžba hnědého uhlí má nezpochybnitelné negativní účinky na lidské zdraví a krajinné ekosystémy. Současná společnost se nyní více zajímá o zdraví životní styl a ochranu životního prostředí, o tom přejít od těžkého hutního, chemického a strojírenského průmyslu k šetrnějším výrobám s ohledem na život budoucích generací.⁹⁸

⁹⁶ KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*, s. 29-31

⁹⁷ Tamtéž, s. 31

⁹⁸ ŠRÁM, R., *Stanovisko Komise pro životní prostředí Akademie věd ČR k problematice tzv. „územních ekologických limitů těžby“ v Severočeské hnědouhelné pánvi*. Dvs.cz

Naopak díky přesunu obyvatelstva k více konzumní společnosti v posledních letech se zvyšuje spotřeba obyvatel, tudíž i spotřeby energií. Poptávka po energii se tedy projevuje ve zvýšení poptávky po uhlí.

T – Technologické prostředí

Skupina se dlouhodobě úspěšně snaží obnovovat a modernizovat technologie. Jednak realizací nových projektů rozvíjí svá dobývací teritoria, ať už nákupem nových strojů či rypadel.

V oblasti politiky společenské odpovědnosti k lepšímu životnímu prostředí pro obyvatele realizuje Skupiny nové projekty, jako je například zahájení výstavby ochranného valu u města Ledvice v roce 2013 nebo ukončení provozu vyrovnávací skládky mourů na Úpravně uhlí v dolech Bílina v roce 2012. Dále pak rekultivace s využitím všech osvědčených postupů, jako jsou například uvolnění předpolí, skrývka ornice, rekultivace zemědělská, lesní vodní a ostatní, včetně sukcese tak, aby se rekultivované plochy organicky včleňovaly do okolí krajiny.⁹⁹

4.2.2 Vymezení relevantního trhu

Pro posouzení vnějšího potenciálu Skupiny je dále důležité vymezit relevantní trh. Relevantním trhem je v případě Skupiny odvětví těžby hnědého uhlí, dle klasifikace ekonomických činností označováno jako 05.20 – Těžba a úprava hnědého uhlí v sekci B – Těžba a dobývání.

Z hlediska území bude trh vymezen na celou Českou republiku. Ta je v těžbě hnědého uhlí soběstačná a produkce Skupiny do zahraničí má na celkové produkci zanedbatelný podíl. Proto nebude v této práci zahraniční obchod zohledněn.

Základní údaje o trhu

K základním datům o trhu patří odhad jeho velikosti, dalšího vývoje a segmentace trhu. Co se odhadu velikosti trhu týče, je vycházeno ze skutečnosti, že trh je rozdělen pouze mezi několik velkých podniků, proto bude odhadována velikost trhu na základě sečení prodejů hlavních účastníků.

⁹⁹ Výroční zpráva Skupiny za roky 2009 - 2013

Tabulka č. 5 - Výše tržeb z prodeje uhlí (v mil. Kč)

Těžební společnost	2009	2010	2011	2012	2013
Severočeské doly, a.s.	10 231	9 710	10 425	10 105	10 970
Czech Coal ¹⁰⁰	6 743	6 583	6 390	6 286	6 105
Sokolovská uhelná	2 300	2 100	1 900	1 500	1 600
Celkem	19 274	18 393	18 715	17 891	13 823

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, Výroční zprávy společností Czech Coal, a.s. a Sokolovská uhelná, a.s., vlastní výpočty

Nyní velikost trhu bude vyjádřena v peněžních jednotkách. To zachycuje následující Tabulka č. 6, kde jsou sečteny tržby z prodeje uhlí jednotlivých společností. Je nutno podotknout, že tyto společnosti sice mají jako hlavně předmět podnikání těžbu a prodej hnědého uhlí, avšak v jejich portfoliu se nachází i jiné podnikatelské činnosti, jako je například prodej elektrické energie či její výroba.

Tabulka č. 6 - Velikost prodeje největších společností (v tis. tun)

Těžební společnost	2009	2010	2011	2012	2013
Severočeské doly, a.s.	22 029	21 757	25 144	22 789	23 667
Czech Coal ¹⁰¹	14 443	13 848	14 148	13 830	10 248
Sokolovská uhelná	4 681	4 454	3 617	2 845	2 910
Celkem	41 153	40 059	42 909	39 464	28 666

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, Výroční zprávy společností Czech Coal, a.s. a Sokolovská uhelná, a.s., vlastní výpočty

4.2.3 Analýza atraktivitu trhu

V této části jsou analyzovány základní charakteristiky odvětví, které jsou velmi významné z hlediska dopadu na strategii podniku. Tato analýza pomůže k poznání šancí a rizik spojených s tímto trhem.

Analýza bude provedena pomocí bodové metody. Jednotlivé faktory ovlivňující trh budou nejdříve na základě vlastního úsudku a studia podkladů pro zpracování teoretické části práce označeny jejich vahou (1 – nejmenší, 3 – největší), poté budou ohodnoceny na

^{100, 99} V roce 2013 se ze skupiny Czech Coal oddělila společnost Litvínovská uhelná a.s. (dnešní Severní energetická a.s.), která těží hnědé uhlí v lomu ČSA. Rok 2013 je tedy počítán na základě Výročních zpráv společností Czech coal Group, Severní energetické, a.s. a Vršanské uhelné, a.s.

stupnici od 1 do 5 dle atraktivity kritéria (1 – negativní, 5 – pozitivní). Následným součinem váhy a atraktivity bude získán celkový počet bodů pro jednotlivá kritéria. Součtem těchto bodů bude získána atraktivita trhu jako celku.

Tabulka č. 7 - Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha (1-3)	Bodové ohodnocení (1-5)	Celkové body
Velikost trhu	2	4	8
Růst trhu	3	2	6
Počet konkurentů a jejich velikost	3	4	12
Zákazníci	1	5	5
Vstupní bariéry	3	5	15
Výstupní bariéry	2	1	2
Tempo změn technologie	1	3	2
Výrobové inovace	1	5	5
Nároky na kapitál	2	2	4
Diferenciace výrobku	1	4	4

Zdroj: vlastní zpracování

V Tabulce č. 7 je provedena analýza atraktivity trhu. Bodové ohodnocení bylo stanoveno z těchto důvodů:

Velikost trhu: Těžba hnědého uhlí je nejvýznamnější součástí energetické výroby v ČR a je také soběstačná. Velikost trhu je teda poměrně velká.

Růst trhu: Těžba uhlí je limitována vyčerpáním zásob (zhruba 30 let). Díky tomu již nebude možné na trhu kam dále růst, proto je hodnocena jako celkem negativní.

Počet konkurentů a jejich velikost: Jak již bylo uvedeno výše, na trhu jsou mimo Skupiny pouze dva další větší konkurenti, možnost další konkurence je tedy minimální. Hodnocení pozitivní.

Zákazníci: Kupující nemají příliš silnou vyjednávací pozici. Na trhu neexistují mnoho srovnatelných substitutů. Hodnocení velmi pozitivní.

Vstupní bariéry: Díky vysokým počátečním investicím není jednoduché vstoupit na tento trh. Pro Skupinu je to tedy pozitivní.

Výstupní bariéry: Velké výstupní náklady z důvodu nutné rekultivace a sanace krajiny. Hodnoceno velmi negativně.

Tempo změn technologie: V tomto odvětví se nemění technologie příliš často, avšak při nákupu nových strojů pro těžbu je to pro Skupinu značná investice. Neutrální hodnocení.

Výrobní inováce: Není zde téměř žádný prostor pro inovace díky specifitě výrobků. Pro Skupinu je to tedy v tomto ohledu velmi pozitivní.

Nároky na kapitál: V odvětví jsou obrovské vstupní náklady a také výrazné položky při nákupu nových strojů či inovací. Hodnocení je tedy spíše negativní.

Diferenciace výrobku: Pro hlavního kupujícího (skupina ČEZ) je téměř nemožné přejít ke konkurenci z důvodu nedostatečného množství nabídky na trhu. Má tedy v tomto ohledu menší sílu a proto je také hodnocení pro Skupinu pozitivní.

Tabulka č. 8 - Výsledky analýzy atraktivity trhu

Maximální počet bodů	95
Celkem získaných bodů	64
Celkové hodnocení	67 %

Zdroj: vlastní zpracování

Z provedené analýzy lze říci, že trh je pro Skupinu, která již na trhu působí, podle stanovených kritérií celkem atraktivní, a to především díky vysokým bariérám vstupu na trh a nízkému počtu konkurentů na trhu. Konkurenti jsou také značně menší než Skupina. Celkové hodnocení atraktivity trhu je tedy 67 %, jak dokládá Tabulka č. 8.

4.2.4 Analýza vnitřního potenciálu Skupiny

V této části práce jsou posouzeny vývojové možnosti Skupiny a dále zhodnoceno, do jaké míry je Skupina schopna čelit konkurenci a možným hrozbám.

4.2.5 Analýza konkurence

Cílem analýzy konkurenční síly je odhadnout vývoj tržních podílů Skupiny do budoucna. V předešlé části byla analyzována kvalita odvětví a jeho pokračování do budoucna, nyní bude zjištěno, jakou část z odvětví bude Skupina mít.

Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Tržní podíl Skupiny byl stanoven na úrovni fyzických jednotek a také na úrovni korunového vyjádření. Byl stanoven jako poměr tržeb z prodeje hnědého uhlí na celkové velikost trhu s hnědým uhlím v České republice. Tento údaj byl stanoven součtem prodejů největších společností v ČR zabývajících se těžbou hnědého uhlí.

Tabulka č. 9 - Přehled tržních podílů Skupiny v korunovém a jednotkovém vyjádření

Rok	Prodej relevantního trhu (v tis. tun)	Prodej Skupiny (v tis. tun)	Tržní podíl (Kč) Skupiny (v %)	Relevantní trh (v mil. Kč)	Tržby Skupiny (v mil. Kč)	Tržní podíl (t) Skupiny (v %)
2009	41 153	22 029	53%	19 274	10 231	53%
2010	40 059	21 757	54%	18 393	9 710	53%
2011	42 909	25 144	59%	18 715	10 425	56%
2012	39 464	22 789	57%	17 891	10 105	56%
2013	36 825	23 667	64%	18 675	10 970	59%

Zdroj: Výroční zprávy konkurenčních podniků z let 2009 až 2013, Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Porterova analýza pěti sil

Pro další zhodnocení konkurenčního prostředí bude provedena analýza pěti základních faktorů z Porterova modelu: potencionální vstup nových konkurentů, vyjednávací síla dodavatelů, vyjednávací síla odběratelů, potencionální substituty na trhu a konkurenční prostředí na daném trhu.

Vstup nových konkurentů na trh

Díky vysokým bariérám vstupu na trh v podobě vysokých investic není pro potencionální konkurenty jednoduché na trh vstoupit. Dalším důležitým faktorem je obecný fakt, že v České republice je pouze několik větších ložisek hnědého uhlí, avšak na všech z nich se již uhlí těží nynějšími těžařskými společnostmi.

Vyjednávací síla dodavatelů

Tento trh je svými vlastnostmi velmi specifický, díky tomu že hlavním „dodavatelem“ je nerostné bohatství České republiky. V ČR existují limity těžby hnědého uhlí z roku 1991, které, pokud se budou měnit, směřují spíše k prolomení a tím možnosti zvýšení limitů těžby hnědého uhlí. Tuto myšlenku v nedávné době podpořil i současný prezident Miloš Zeman.¹⁰²

Vyjednávací síla odběratelů

Vzhledem k velmi malému počtu konkurentů na trhu a nejednoduchému přechodu mezi dodavateli není vyjednávací síla odběratelů příliš vysoká, ba naopak minimální.

¹⁰² KOPECKÝ, Josef. Zeman podpořil prolomení limitů těžby hnědého uhlí, stejně jako odbory. Idnes.cz

Hlavním odběratelem Skupiny je společnost ČEZ, která v roce 2013 odebrala 74,05 % hnědého uhlí vyprodukovaného Skupinou.¹⁰³ Pro společnost ČEZ je téměř nemožné přejít ke konkurenci z důvodu nedostatečného množství nabídky na trhu.

Potencionální substituty na trhu

Na trhu neexistuje mnoho srovnatelných substitutů k hnědému uhlí. Jako nejbližší substitut lze uvést uhlí černé, avšak jeho cena se pohybuje okolo dvojnásobku ceny uhlí hnědého. Hnědé uhlí tedy nelze příliš nahradit na úrovni stejných nákladů, což je na trhu s energiemi významnou proměnnou. Z tohoto pohledu je ziskovost tohoto trhu velmi lákavá.

Konkurenční prostředí

Jak již bylo v této práci několikrát uvedeno, na českém trhu s hnědým uhlím je pouze několik konkurentů, i když je nejvýznamnější součástí energetické výroby v ČR. Vstup nových konkurentů na trh není jednoduchý a rivalita mezi současnými hráči na trhu není příliš vysoká.

SWOT analýza

Poslední analýzou bude analýza SWOT. Ta identifikuje slabé a silné stránky podniku, které jsou následně porovnány s příležitostmi a hrozbami podniku. Analýza SWOT je zachycena na Obrázku č. 3 níže.

¹⁰³ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 104

Obrázek č. 3 - SWOT analýza Skupiny

	POMOCNĚ dosažení cíle	ŠKODLIVĚ dosažení cíle
VNITŘNÍ PŮVOD atributy organizace	Silné stránky <ul style="list-style-type: none"> - modernizace, nové technologie - nové projekty - největší podíl na trhu s hnědým uhlím - málo konkurentů 	Slabé stránky <ul style="list-style-type: none"> - vysoké výstupní bariéry z trhu
VNEJŠÍ PŮVOD atributy prostředí	Příležitosti <ul style="list-style-type: none"> - zvyšování spotřeby obyvatelstva - inovace, modernizace těžby s větším ohledem na životní prostředí 	Hrozby <ul style="list-style-type: none"> - vyčerpání zásob uhlí - zvýšení těžebních limitů - možné poruchy drahých strojů

Zdroj: vlastní zpracování

4.2.6 Prognóza vývoje trhu

Pro prognózu vývoje tržeb Skupiny byla na základě historických dat předpokládána závislost mezi tržbami a HDP. Pro měření této závislosti v matematicko-statistickém softwaru Gretl bylo zvoleno období let 2004 až 2013. V tomto rozmezí lze prokázat závislost tržeb Skupiny na vývoji HDP a díky tomu kvantifikovat budoucí hodnoty tržeb Skupiny za pomoci regresní analýzy časové řady. Tato prognóza bude důležitým východiskem pro samotné ocenění Skupiny.

Historická data o velikosti HDP v České republice z let 2004 až 2013 byla získaná na Českém statistickém úřadě.¹⁰⁴ Prognóza HDP pro období let 2014 až 2018 byla vypočítána na základě informací z MFČR, které provádí průzkum makroekonomického vývoje České republiky společně s dalšími patnácti významnými institucemi.¹⁰⁵

Prognózu tržeb pro období 2014 až 2018 zachycuje Tabulka č. 10.

¹⁰⁴ ČSÚ, *Databáze ročních národních účtů*. Czso.cz

¹⁰⁵ MFČR, 38. *Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR (2014–2017)*. Mfrc.cz

Tabulka č. 10 - Prognóza tržeb Skupiny na základě vztahu k HDP

	Rok	Tržby (v mil. Kč)	HDP (v mil. Kč)
Současnost	2004	7 391	3 053 070
	2005	7 570	3 255 432
	2006	8 448	3 510 590
	2007	9 515	3 835 015
	2008	9 570	4 012 148
	2009	10 231	3 924 649
	2010	9 710	3 950 607
	2011	10 425	4 019 714
	2012	10 105	4 048 121
	2013	10 970	4 086 354
Prognóza	2014	11 280	4 184 426
	2015	11 584	4 280 668
	2016	11 936	4 391 966
	2017	12 283	4 501 765
	2018	12 639	4 614 309

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2004 až 2013, MFČR, ČSÚ, vlastní výpočty

4.2.7 Vliv těžebních společností na životní prostředí

Těžba uhlí a s ní spojené změny v okolním prostředí provází lidskou společnost již od 18. století.¹⁰⁶ Během doby a vývoje lidské společnosti se rozvíjely specifické potřeby surovin, techniky jejich získávání, a také velmi rostlo množství jejich spotřeby. To mělo za následek územní prosperitu, rozvoj technologií, nových měst, ale především také změnu tváře krajiny, odvaly, propady či nevábne řezy povrchových lomů. V neposlední řadě pak znečištění podzemních a povrchových vod či kontaminaci půdy.¹⁰⁷

Skupina na svých internetových stránkách uvádí¹⁰⁸ ochranu životního prostředí jako jednu z významných priorit, přičemž na tuto činnost vynakládá každoročně necelých 500 mil. Kč. Snaží se o minimalizaci negativních vlivů těžby a zpracování uhlí na životní prostředí a o případné rychlé napravení těchto škod, ať už se jedná o rekultivaci zasažených území či tvorbu protihlukových valů, stěn a lesních pásů, které snižují negativní projevy báňské činnosti.¹⁰⁹

¹⁰⁶ OKD, Životní prostředí. *Okd.cz*

¹⁰⁷ ENVIWEB, *Vliv těžby a úpravy nerostných surovin na životní prostředí. Enviweb.cz*

¹⁰⁸ SDAS, *Těžba uhlí a její vliv na životní prostředí. Sdas.cz*

¹⁰⁹ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 78

Uhlí jako neobnovitelný zdroj

Uhlí samo o sobě je sedimentární horninou rostlinného původu, vznikající z odumřelých stromů a dalších rostlin, které postupně překrývají vrstvy bahna, pod kterými jsou vysoké teploty a nepřístupnost vzduchu.¹¹⁰

Zásoby hnědého uhlí v ČR vydrží podle odborníků při současné spotřebě zhruba do roku 2045. Pod půdou se sice nachází zhruba dalších pět miliard tun uhlí, avšak jeho těžbě brání současné zákony, ekonomická nerentabilita a také to, že na velké části ložisek leží města, průmyslové areály nebo chráněné zdroje karlovarských pramenů. V případě prolomení těchto bariér by se konec uhelného věku minimálně výrazně odložil.¹¹¹

Náklady na sanace a rekultivace

ČR přijala několik zákonů a právních norem řešící problematiku rekultivace ploch poškozených důlní činností a za nedodržení jsou stanoveny penále. V úsilí o minimalizaci a eliminaci vlivů těžby proto Skupina vynakládá značné finanční částky a zároveň každý rok vytváří rezervu na zahlazení následků hornické činnosti.

4.3 Finanční analýza

Finanční analýza umožňuje posoudit finanční zdraví podniku dle jeho historického výkonu, struktury majetku a způsobů financování ve Zkoumaném období. Zároveň, v kombinaci s výsledky strategické analýzy, dokáže zodpovědět na otázku, zda-li podnik splňuje předpoklad nepřetržitého chodu podniku, tzv. „going concern“. V neposlední řadě toto porozumění provozu společnosti umožňuje modelovat tržby a sestavit finanční plán.

4.3.1 Analýza finančních výkazů

Analýza finančních výkazů spočívá ve vertikálním a horizontálním rozboru vstupních dat, jimiž jsou v tomto případě konsolidované výkazy Skupiny. Jelikož bude při sestavování finančního plánu modelován pouze Výkaz zisků a ztrát a Rozvaha, bude kladen důraz převážně na analýzu těchto výkazů, zatímco Výkaz o peněžních tocích bude používán spíše podpůrně.

¹¹⁰ SNIŽUJEME.CZ. *Neobnovitelné zdroje energie. Snizujeme.cz*

¹¹¹ HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. *Česko má zásoby hnědého uhlí už jen na 18 let. Další těžba za limity bude obtížná. Ihned.cz*

Rozvaha

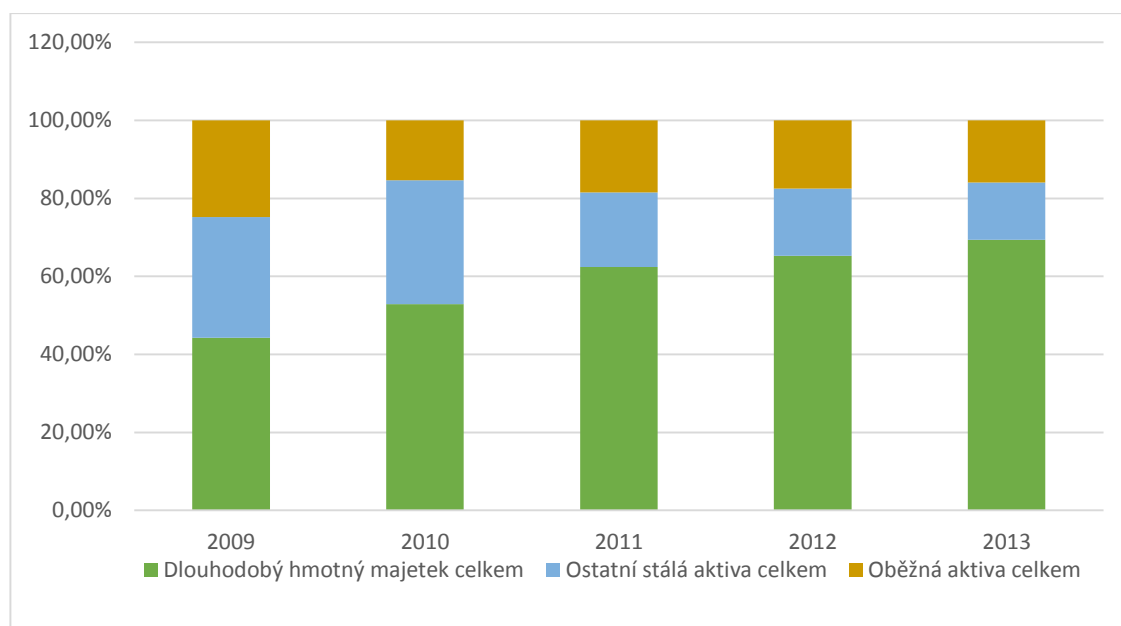
Za pomoci vertikální analýzy rozvahy je posuzován vývoj podílu jednotlivých položek aktiv a pasiv v relaci k určené vztahové veličině, kterou je zde celková bilanční suma. V horizontální analýze je pak zkoumán vývoj jednotlivých položek výkazu zisků a ztrát v čase, a to jak v jejich absolutním, tak relativním vyjádření.

Vertikální a horizontální analýza aktiv

V tabulce v Příloze č. 1 je zachycena vertikální analýza aktiv Skupiny ve Zkoumaném období. Cílem analýzy je pochopení struktury majetku Skupiny a vývoje podílu jednotlivých bilančních položek na celkových aktivech.

Z Grafu č. 1 vyplývá, že největší položkou ve struktuře aktiv je dlouhodobý hmotný majetek, což lze očekávat u společnosti zabývající se těžbou uhlí. Jeho podíl na celkových aktivech vlivem investic během Zkoumaného období vzrostl z úrovně 44,24 % v roce 2009 na hodnotu 69,37 % v roce 2013. Tento růst vedl také k tomu, že postupně klesal podíl ostatních stálých aktiv a oběžných aktiv na celkové bilanční sumě. V posledním roce Zkoumaného období tvořila stálá aktiva 14,74 % a oběžná aktiva 15,88 % celkové bilanční sumy.

Graf č. 1 - Struktura aktiv Skupiny



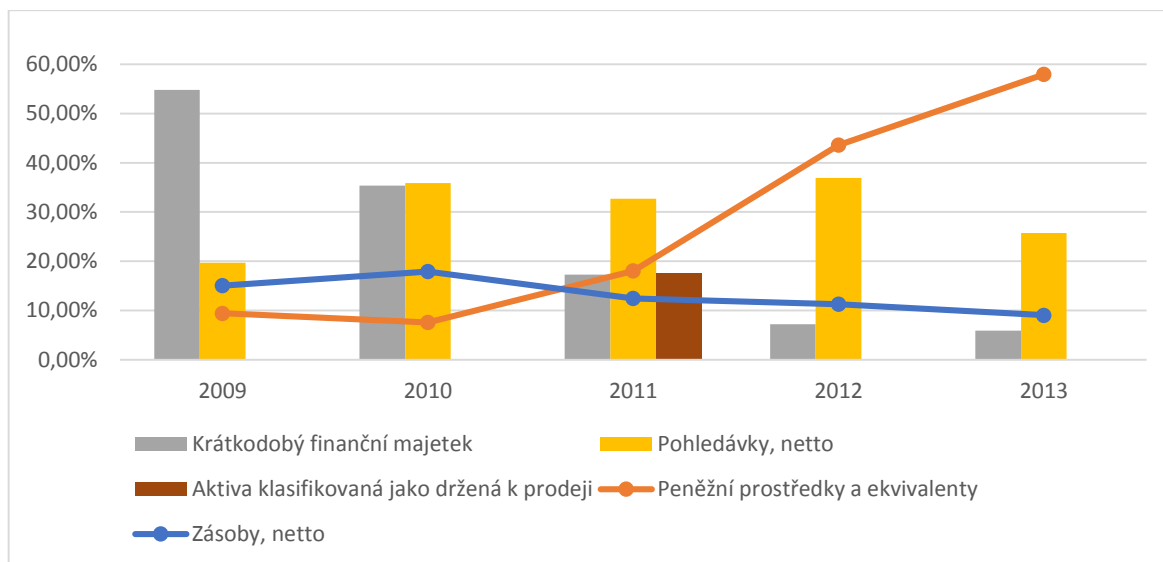
Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

Podíl ostatních stálých aktiv se pohyboval v letech 2009 a 2010 těsně pod úrovní 32 %, poté však v roce 2011 poklesl o více než 12 procentních bodů na 19,05 % vlivem rozhodnutí o prodeji těžební společnosti JTSD – Braunkohlebergbau GmbH. Jelikož byl proces prodeje zahájen v červenci 2011, ale nebyl uskutečněn před koncem účetní závěrky,¹¹² došlo k překlasifikaci položky z položky ostatních dlouhodobých aktiv „Investice do přidružených společností“ do „Aktiv držných k prodeji“ v rámci krátkodobých aktiv. Proces divestice společnosti byl dokončen v roce 2012.¹¹³

Pokles poměru oběžných aktiv na celkové bilanční sumě z 24,75 % v roce 2009 na 15,88 % v posledním roce byl způsoben převážně snižováním krátkodobého finančního majetku. Hlavním důvodem jeho snížení v roce 2010 a 2011 bylo snížení stavu krátkodobých korporátních směnec ČEZ, a. s., a krátkodobých finančních instrumentů určených k prodeji. Získané prostředky byly použity na výplatu dividend a investice.¹¹⁴ V dalších letech lze naopak pozorovat postupný nárůst podílu peněžních prostředků na bilanční sumě až na úroveň 10 % v roce 2013.

Následující Graf č. 2 znázorňuje vývoj podílu hlavních položek krátkodobého majetku na celkových oběžných aktivech.

Graf č. 2 - Vývoj podílu hlavních položek krátkodobého majetku na celkových oběžných aktivech



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

¹¹² Očekávalo se dokončení transakce (po schválení orgány pro hospodářskou soutěž) ve druhém čtvrtletí roku 2012, Výroční zpráva Skupiny za rok 2011, s. 14

¹¹³ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 53

¹¹⁴ Výroční zpráva Skupiny za rok 2010, s. 40

Je zjevné, že zatímco na začátku Zkoumaného období tvoří krátkodobý finanční majetek více než 50 % oběžných aktiv, po již zmíněném zpeněžení krátkodobých finančních instrumentů v roce 2010 jeho význam postupně klesal, až na necelých 6 % v posledním sledovaném roce. Výše podílu jednotlivých složek v roce 2011 je ovlivněna také jednorázovým zvýšením položky „Aktiva klasifikovaná jako držená k prodeji“ v důsledku připravovaného prodeje společnosti JTSD – Braunkohlebergbau GmbH. Procento oběžných aktiv držených v zásobách za celé Zkoumané období nepřekročilo 18 % a lze pozorovat postupné snižování až pod úroveň 10 % v roce 2013.

Tabulka v Příloze č. 2 zachycuje horizontální analýzu aktiv, která sleduje historický vývoj jednotlivých položek během Zkoumaného období a tempo růstu jejich změn.

Celková bilanční suma se ve Zkoumaném období pohybovala mezi 32 mild. Kč a 34 mild. Kč. K nejvýraznějšímu relativnímu poklesu došlo v roce 2011 o 4,5 %, což bylo převážně způsobeno snížením ostatních stálých aktiv o více než 4,5 mil. Kč vlivem poklesu finančního majetku a investic do přidružených společností. Po zbytek Zkoumaného období bilanční suma mírně kolísala, a to meziročně o méně než 3,5 %.

Dlouhodobý hmotný majetek ve Zkoumaném období dosahoval trvalého růstu, ačkoliv se tempo růstu postupně snižovalo. Největší přírůstek zaznamenal v roce 2010 díky nárůstu nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku o 282,7 % vlivem pokračujících investic pro potřeby lomu Bílina – DB a lomu Libouš – DNT.¹¹⁵

Ostatní stálá aktiva poklesla v roce 2011 o více než 40 % na úroveň 6,1 mild. Kč v důsledku dříve zmíněné připravované divestice společnosti JTSD – Braunkohlebergbau GmbH. V dalším roce následoval další mírný pokles o 6,3 %, způsobený pokračujícím klesáním dlouhodobého finančního majetku a zánikem dlouhodobých pohledávek generovaných v letech 2009 až 2011 v souvislosti s poskytováním dlouhodobých záloh dodavatelům dceřinou společností Prodeco, a.s.¹¹⁶ K dalšímu propadu ostatních stálých aktiv o 17,2 % došlo v posledním roce Zkoumaného období po rozhodnutí postupně zlikvidnit nevázanou část dlouhodobého finančního majetku, kdy byla část portfolia prodána a transformována do spořicíh účtů u různých bank.¹¹⁷

Oběžná aktiva zaznamenala největší propad o 38,8 % v roce 2010 vlivem snížení krátkodobého finančního majetku o 2,8 mild Kč. Jak již bylo vysvětleno při vertikální

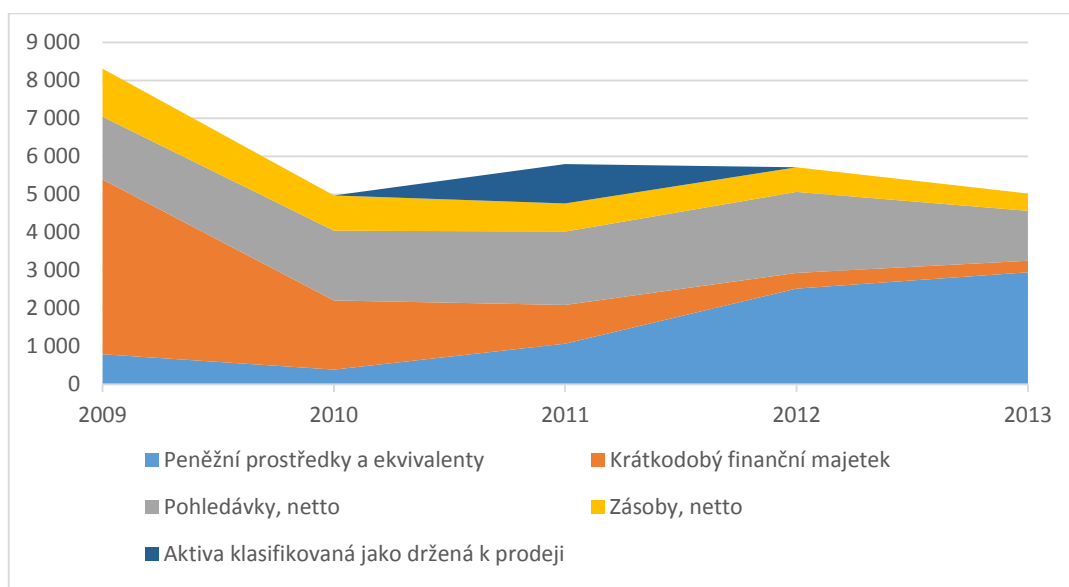
¹¹⁵ Výroční zpráva Skupiny za rok 2010, s. 56

¹¹⁶ Výroční zpráva Skupiny za rok 2011, s. 119

¹¹⁷ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 53

analýze, tento pokles byl způsoben snížením stavu krátkodobých korporátních směnek ČEZ, a.s. a dalších krátkodobých finančních instrumentů. Ke snižování krátkodobého finančního majetku, stejně jako ke snižování úrovně držených zásob, docházelo meziročně po celé Zkoumané období. Naopak u peněžních prostředků a ekvivalentů lze pozorovat rostoucí tendenci s více než 100% nárůstem v letech 2011 a 2012. Jak dokládá následující Graf č. 3, během Zkoumaného období dochází ke změně skladby oběžných aktiv.

Graf č. 3 - Vývoj skladby oběžných aktiv Skupiny



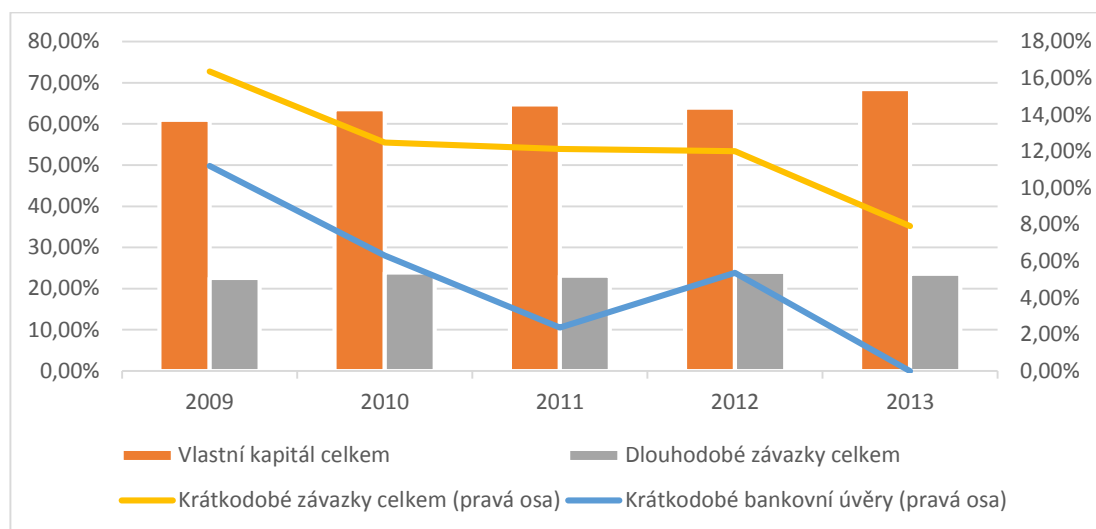
Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

Vertikální a horizontální analýza pasiv

Cílem horizontální a vertikální analýzy je pochopení struktury krátkodobého a dlouhodobého financování Skupiny, stejně jako sledování vývoje její zadluženosti. V tabulce v Příloze č. 3 je obdobným způsobem jako u analýzy aktiv zobrazena vertikální analýza pasiv ve sledovaném období. Analýza je opět provedena poměrem jednotlivých složek k celkové bilanční sumě. Jak dokládá Graf č. 4, poměr vlastního kapitálu na celkových pasivech se pohyboval ve Zkoumaném období mezi 60 % a 70 %. Nejvyšší hodnoty dosahoval v roce 2013, kdy tvořil 68,50 % celkové bilanční sumy, nejmenší pak v roce 2009 ve výši 61,03 %. Největší složkou vlastního kapitálu Skupiny jsou její hospodářské výsledky z minulých období a běžného roku, jejichž podíl na vlastním kapitálu

nepoklesl za Zkoumané období pod 52,9 %. Zbývající část vlastního kapitálu je téměř výlučně tvořena kapitálem základním.

Graf č. 4 - Vývoj podílu vybraných pasivních položek na celkové bilanční sumě Skupiny



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

Zatímco poměr dlouhodobých závazků, převážně tvořených rezervami na sanace, rekultivace a důlní škody, na celkových pasivech Skupiny byl ve Zkoumaném období poměrně stabilní, a to v rozmezí mezi 22,60 % až 24,06 %, podíl financování krátkodobými závazky vykazoval klesající trend. Nejvíce pokleslo využívání krátkodobého financování v posledním roce Zkoumaného období díky snížení stavu krátkodobých bankovních úvěrů na nulu proti repo operacím (finanční operace Skupiny zajištěné zajišťovacím převodem práva k cenným papírům majetku Skupiny).¹¹⁸ Ze stejného důvodu došlo k poklesu krátkodobých úvěrů také v roce 2011,¹¹⁹ kdy jejich podíl na celkovém financování klesl pod 2,4 %

Tabulka v Příloze č. 4 zobrazuje horizontální analýzu pasivní strany rozvahy v relativním vyjádření. Uvedené hodnoty tak vypovídají o tempu růstu jednotlivých položek ve sledované časové řadě.

Nejvíce relativně pohybující se položkou vlastních zdrojů byly nerealizované zisky z přecenění finančních instrumentů. Zatímco na začátku Zkoumaného období poklesla

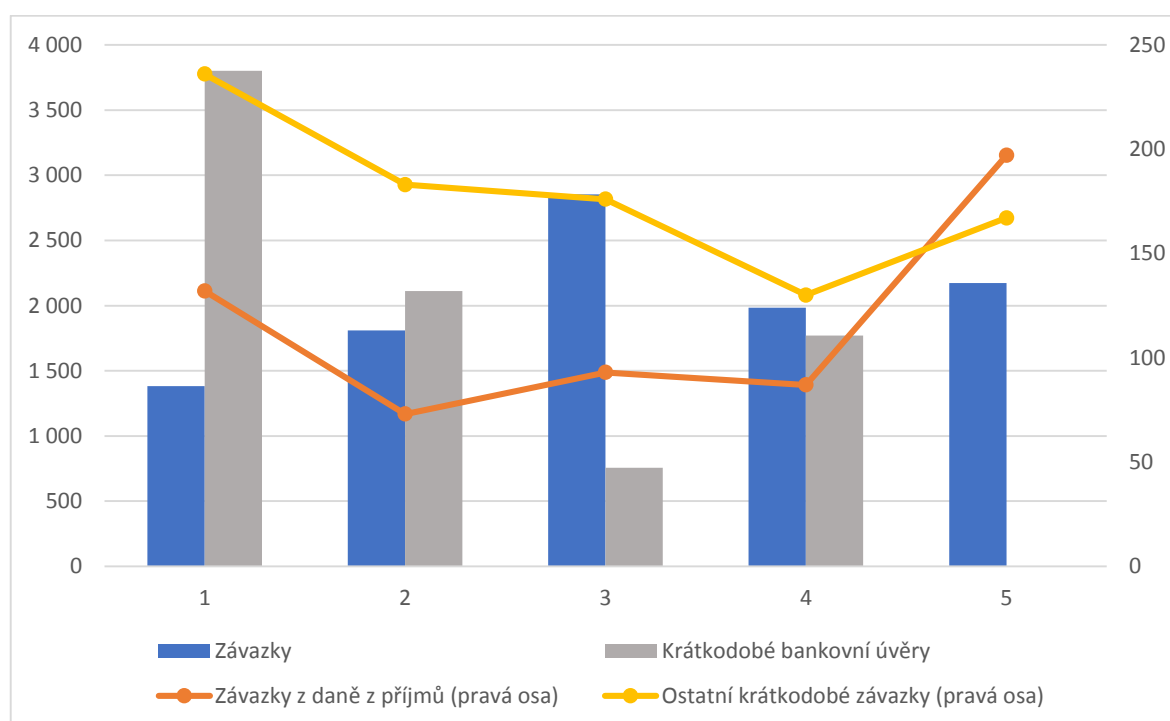
¹¹⁸ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 147

¹¹⁹ Výroční zpráva Skupiny za rok 2011, s. 41

meziročně tato položka o více než 80 %, v následujícím roce 2011 vzrostla o 3 570,6 % na 624 mil. Kč. V absolutních hodnotách se nejvíce vychyloval hospodářský výsledek minulých období a běžného období. K jeho největšímu propadu o necelých 1,2 mild. Kč došlo v roce 2011 vlivem poklesu stavu hospodářského výsledku běžného období, částečně kompenzovaného zvýšením stavu hospodářských výsledků minulých období.¹²⁰

Příčinou poklesu krátkodobých závazků až do roku 2011 bylo hlavně snižování financování krátkodobými úvěry, jak demonstruje Graf č. 5. K drobnému růstu ve výši 2,4 % došlo pouze v roce 2012.

Graf č. 5 - Vývoj podílu vybraných položek pasiv na celkové bilanční sumě Skupiny



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

U krátkodobých bankovních úvěrů došlo mezi lety 2009 až 2011 k absolutnímu poklesu o více než 3 mld. Kč v důsledku výše uvedených repo operací. Stejná situace se opakovala také v posledním roce Zkoumaného období, kdy došlo ke skokovému snížení celkových krátkodobých závazků o 36,1 %.

¹²⁰ Výroční zpráva Skupiny za rok 2011, s. 36

Výkaz zisků a ztrát

Dalšími analyzovanými výkazy v rámci finanční analýzy jsou Výkazy zisků a ztrát Skupiny za jednotlivé roky Zkoumaného období. Také u tohoto výkazu je provedena horizontální a vertikální analýza jednotlivých položek za účelem porozumění jejich struktuře a historickému vývoji.

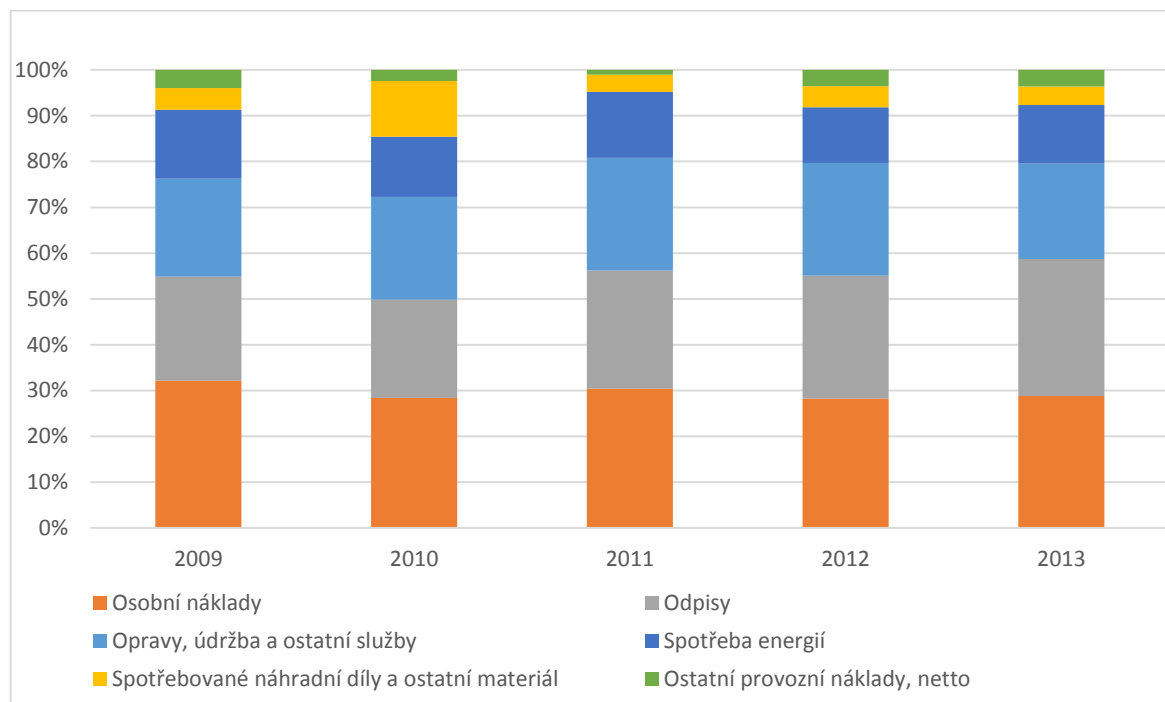
V rámci vertikální analýzy, jejíž výsledky jsou uvedeny v tabulce v Příloze č. 5, byly porovnávány jednotlivé položky Výkazu zisků ztrát k celkovým výnosům. Ty jsou tvořeny nejenom výnosy z prodeje uhlí, ale také ostatními výnosy, které zahrnují především tržby za přepravu uhlí, strojírenskou činnost, rekultivace a železniční přepravu. Jelikož se tyto činnosti týkají hospodářské činnosti společnosti a jejího dopadu na životní prostředí, jsou v plné míře považovány za související s provozem. Celkové výnosy se ve Zkoumaném období pohybovaly v pásmu od 11,1 mild. Kč v roce 2009 až po 12,3 mild. Kč v roce 2013. Poměr ostatních výnosů na celkových výnosech byl nejvyšší v roce 2010, kdy dosahoval téměř 15 %. Ke konci Zkoumaného období se však tento poměr stabilizoval těsně nad úrovní 11 %. Celkové náklady odpovídaly kromě roku 2009 minimálně 70 % celkových výnosů, přičemž maximálního poměru 77 % dosáhly v roce 2012. Hlavní nákladovou položkou jsou ve Zkoumaném období mzdové náklady. Ty se podílely na celkových výnosech v jednotlivých letech v rozmezí od 20 % do 22 %.

Další významnou nákladovou položkou tvořily odpisy, které měly rostoucí tendenci a od roku 2012 dosahovaly více než 20% podílu na celkových výnosech z důvodu vyšších investic do těžební a úpravárenské technologie.¹²¹ V posledním roce Zkoumaného období se dokonce staly nejvýznamnější nákladovou položkou.

Třetí relativně nejvyšší položkou jsou náklady na opravy a údržbu a ostatní služby. Jejich snížení v roce 2013 o 284 mil. Kč pomohlo kompenzovat zmíněný růst odpisů. Rozhodující podíl těchto tří položek při provozu uhelného dolu je očekávatelný. Vývoj nákladové struktury Skupiny shrnuje následující Graf č. 6.

¹²¹ Výroční zpráva Skupiny za rok 2012, s. 43

Graf č. 6 - Struktura nákladů Skupiny



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

K většímu vychýlení nákladové struktury v roce 2010 směrem k vyššímu zastoupení nákladů na opravy a spotřeby náhradních dílů přispěla nutnost obnovy dobývací technologie a mimořádné stabilizační a sanační práce na výsypkách Braňany a Pokrok.¹²² Proti těmto nákladům byla adekvátně zúčtována rezerva na sanace a rekultivace.

Nejvýznamnější položkou ostatních výnosů a nákladů byl zisk/ztráta z prodeje dceřiných společností a výměny podílu. Vlivem její záporné hodnoty ve výši 25,7 % celkových výnosů v roce 2011 Skupina generovala čistý zisk za běžné období ve výši necelých 3 % výnosů. Vykázáním této ztráty Skupina v souladu s IAS účetně zachytila schválený prodej 50% podílu ve společnosti JTSD – Braunkohlebergbau GmbH.¹²³

Zvláštní nákladovou položkou je úročení rezervy na sanace a rekultivace, jelikož se jedná o účetní operaci, a nikoli o skutečný úbytek finančních prostředků. Časová hodnota rezervy byla účtována v souladu s požadavkem IAS 37 jako úrokový náklad, v důsledku čehož je pak celkový finanční výsledek nižší.¹²⁴

¹²² Výroční zpráva Skupiny za rok 2010, s. 34

¹²³ Výroční zpráva Skupiny za rok 2011, s. 35

¹²⁴ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 53

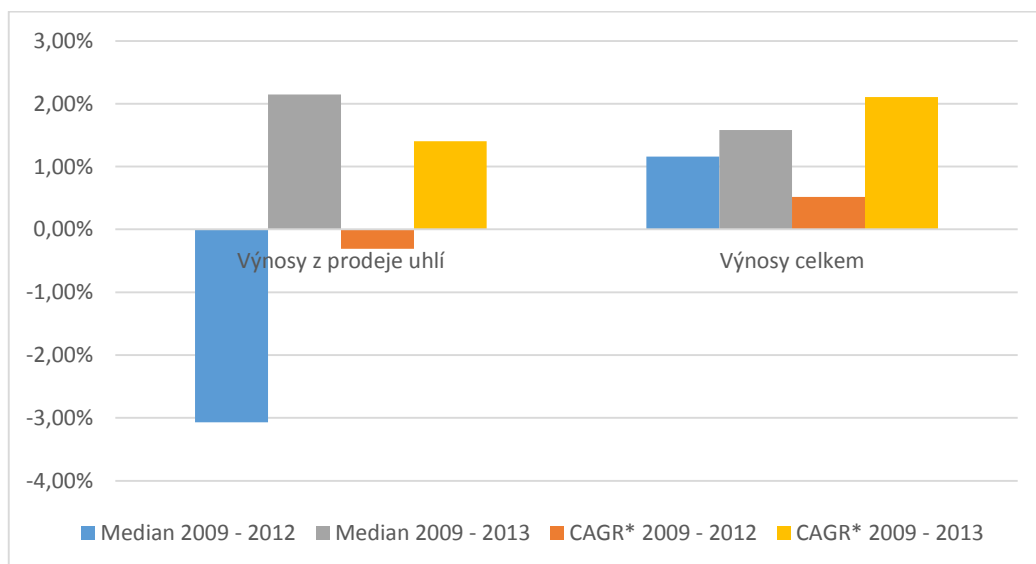
Nejvyšší podíl výnosů v podobě čistého zisku po zdanění se Skupině podařilo zadržet v prvním roce Zkoumaného období, což bylo způsobené především nižšími celkovými náklady a kladným finančním výsledkem hospodaření v důsledku zúčtování goodwillu akvizice 50% podílu ve společnosti JTSD - Braunkohlebergbau GmbH.¹²⁵

V tabulce v Příloze č. 6 je zobrazena horizontální analýza Výkazů zisků a ztrát v relativním vyjádření.

Skupina dosahovala v období let 2009 až 2012 poměrně konstantní výše celkových výnosů, a to mezi 11,2 až 11,4 mild. Kč. V roce 2013 pak došlo k nárůstu o 8,56 %, díky vyšším výnosům z prodeje uhlí. Zatímco je složená roční míra růstu celkových výnosů (dále jen „CAGR“ - Compound annual growth rate) v období 2009 až 2012 0,51 %, CAGR za období 2009 až 2013 vzrostl na hodnotu 2,11 %. Medián meziročního tempa růstu za stejné období je na úrovni 1,58 %.

Jak ukazuje Graf č. 7, průměr i medián tempa růstu výnosů z prodeje uhlí za období 2009 až 2012 je záporný, ale díky lepším výsledkům dosahovaným v posledním roce se obě hodnoty dostávají do kladných čísel. Hlavním důvodem vyšších tržeb z prodeje uhlí bylo zvýšení poptávky po energetickém uhlí mimo Skupinu ČEZ, došlo k meziročnímu nárůstu obytové těžby uhlí o 878 tis. tun.¹²⁶

Graf č. 7 - Medián výnosů z prodeje uhlí a celkových výnosů Skupiny



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

¹²⁵ Výroční zpráva Skupiny za rok 2009, s. 33

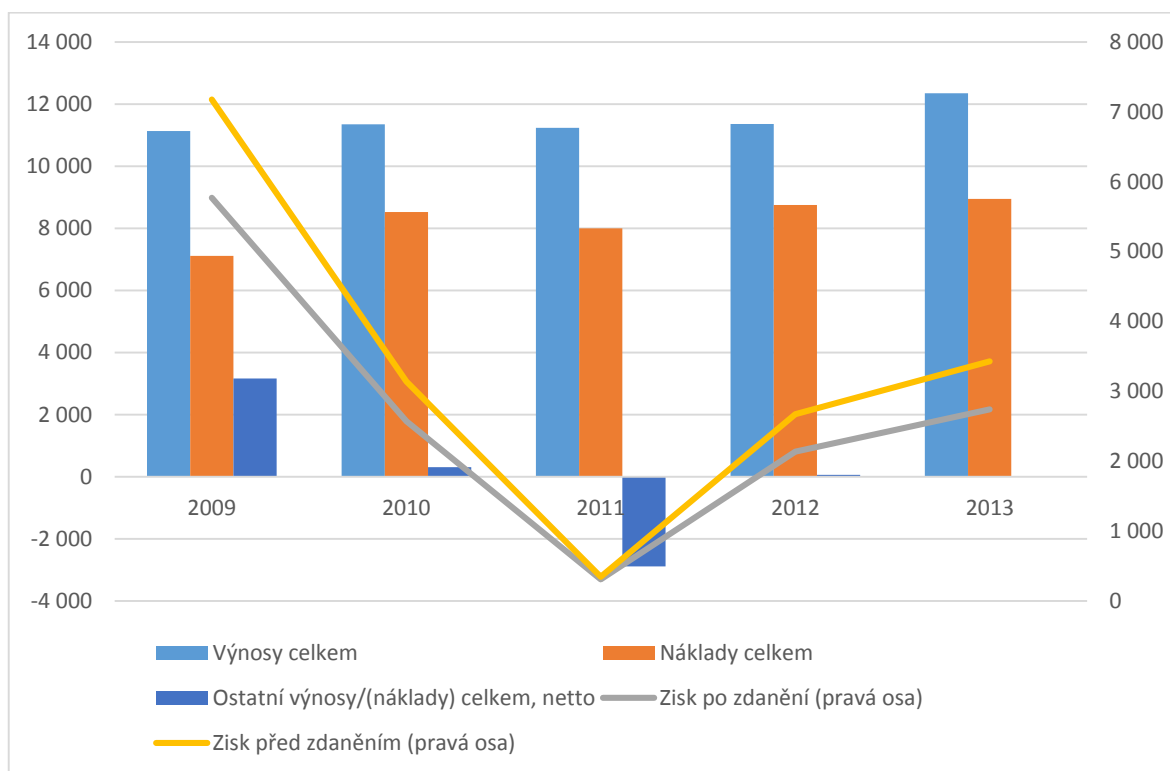
¹²⁶ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 41

Ostatní výnosy rostly v průměru mnohem rychleji než výnosy z prodeje uhlí. Nejvýraznější změny ve Zkoumaném období zaznamenaly v letech 2010 až 2011, kdy byly ovlivněné především ziskem/ztrátami z investic do přidružených podniků. Nižší zisk před zdaněním v roce 2011 pak ovlivnil i vyšší daně za toto účetní období. Stejně tak finanční výsledek hospodaření je obzvláště v prvních letech Zkoumaného období vychylován investicemi do přidružených podniků.

U historického vývoje celkových nákladů na Grafu č. 8 lze pozorovat, že nevykazují pravidelný trend. V roce 2010 došlo k vysokému nárůstu ve výši 19,80 % oproti roku 2009, především kvůli zvýšení nákladů na spotřebované náhradní díly a ostatní materiál (téměř o 210 % jako důsledek již dříve zmíněné obnovy dobývací technologie a mimořádných prací na výsypkách Braňany a Pokrok).¹²⁷ Tyto mimořádné náklady se podařilo v roce 2011 opět snížit, což přispělo k meziročnímu snížení celkových nákladů o 6,15 %. V následujících dvou letech celkové náklady opět rostly, a to o 9,39 % v roce 2012, resp. o 2,20 % v roce 2013. V oblasti provozních nákladů se projevily především eliminace nákladů spojených s převody majetku ve skupině (převod Důlní doplňkové mechanizace) a prodeje v rámci skupiny. V roce 2013 skupina rozpustila opravnou položku ve výši 172 mil. Kč související s opravou havarovaného velkstroje. Změna opravné položky je vykázána v konsolidovaném výkazu zisku a ztráty v ostatních provozních nákladech, netto. Dalším faktorem bylo zvýšení odpisů, které odráží vyšší investice do těžební a úpravárenské technologie, o 327 mil. Kč. Výše celkových provozních nákladů skupiny dosáhla úrovně 8 946 mil. Kč.

¹²⁷ Výroční zpráva Skupiny za rok 2010, s. 34

Graf č. 8 - Vývoj vybraných položek Výkazů zisků a ztrát Skupiny



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Pro zachování principu „going concern“ je nutné, aby byla společnost rentabilní, měla přiměřenou likviditu a zadluženost a správně využívala oběžná aktiva ke generování zisku. Aby bylo možné toto posoudit, zaměří se další část této práce na paralelní soustavu poměrových ukazatelů, rozdělených do 4 skupin – ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti.

Ukazatele rentability

Následující ukazatele informují především o celkovém finančním efektu, kterého Skupina dosahuje využíváním svých zdrojů. Do vzorce lze implementovat různé položky, vždy je však potřeba se zamyslet na tím, zda mezi nimi existuje „rozumný“ vztah.¹²⁸

¹²⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Finanční analýza: krok za krokem*, s. 31

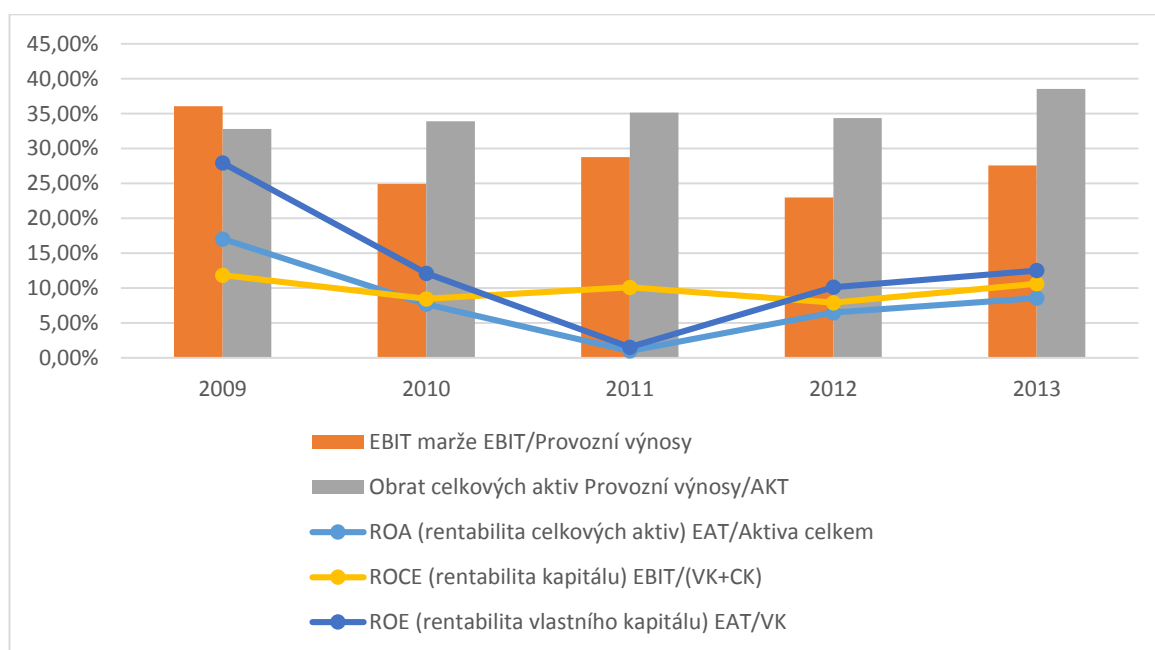
Tabulka č. 11 – Přehled vybraných ukazatelů rentability Skupiny

Ukazatele rentability	2009	2010	2011	2012	2013
ROA (rentabilita celkových aktiv)	17,01%	7,69%	0,97%	6,46%	8,56%
EBIT marže	36,06%	24,90%	28,75%	22,96%	27,57%
Obrat celkových aktiv	0,33	0,34	0,35	0,34	0,39
ROCE (rentabilita kapitálu)	11,83%	8,44%	10,10%	7,89%	10,62%
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)	27,90%	12,11%	1,50%	10,12%	12,50%

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

Rentabilita aktiv (dále jen „ROA“ – Return On Assets) je často označována jako produkční síla. Poměří zisk po zdanění a úrocích s celkovými aktivy, tudíž zkoumá schopnost společnosti generovat svým majetkem zisk při zohlednění nákladů na jeho financování a daňové zatížení. Jak lze pozorovat z Grafu č. 9, nejvyšší ROA Skupina dosáhla v roce 2009 a to 17,01 %, díky vysokému zisku po zdanění v důsledku dříve popsaného výkyvu v neprovozní části zisku. Po zbytek sledovaného období ROA nepřesáhla 8,6 % a v roce 2011, hlavně kvůli menšímu čistému zisku způsobenému investicemi do přidružených podniků, hodnota ROA poklesla až na 0,97 %. V následujících letech ukazatel zaznamenal rostoucí tendenci a to 6,46 % v roce 2012 a 8,56 % v posledním roce Zkoumaného období.

Graf č. 9 - Vývoj ukazatelů rentability ve Zkoumaném období



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

Ukazatel obratu celkových aktiv vykazoval celkem stabilní hodnotu v prvních 4 letech sledovaného období mezi 0,33 až 0,35, jelikož tento ukazatel lépe abstrahuje od neprovozních výnosů společnosti, jako byly operace s majetkovými podíly na společnostech v počátku Zkoumaného období. V roce 2013 pak zaznamenal nárůst na 0,39 způsobený nárůstem provozních výnosů, a to především tržeb z prodeje uhlí (meziroční přírůstek o 865 mil. Kč).

Rentabilita kapitálu (dále jen „ROCE“ – Return On Capital Employed) je kalkulována na úrovni zisku před zdaněním a úroky (dále jen „EBIT“ – Earning Before Interest and Tax), tudíž zkoumá, jaké zisky společnost generuje pro všechny své investory, a nezohledňuje strukturu jeho financování. Ve Zkoumaném období měla ROCE kolísavý cyklus. V roce 2009 měl tento ukazatel hodnotu 11,83 %, v roce 2010 se ovšem hodnota snížila na 8,44 %, především díky vyšším nákladům Skupiny a úbytku neprovozního zisku z investic do přidružených podniků. V roce 2011 hodnota ukazatele mírně stoupla na 10,10 %, v roce 2012 znovu poklesla o 2,21 %. V posledním roce ukazatel znovu narostl na 12,50 % díky jednak nárůstu zisku, ale především díky výraznému snížení krátkodobých závazků.

Ukazatel výnosnosti vlastního kapitálu (dále jen „ROE“ – Return On Equity) byl v prvním roce na hodnotě 27,90 %. Ačkoli se vlastní kapitál v dalších letech držel na srovnatelné úrovni, také tento ukazatel ovlivnily vysoké investice do přidružených podniků. Díky tomu se ROE dostala na výrazně menší hodnotu 1,50 % v roce 2011. Naopak v roce 2013 se ROE dostala do kladných čísel, a tak je ukazatel na hodnotě 12,50 % na konci Zkoumaného období.

EBIT marže byla ve Zkoumaném období poměrně rozkolísaná mezi 23 % až 36 %. Nejvíce se propadla v roce 2012 v důsledku vysokých nákladů, které nebyly kompenzovány přiměřeným růstem výnosů, jako tomu bylo hned v následujícím roce.

Na Grafu č. 9 je zobrazen vývoj ukazatelů ROA, ROCE, ROE společně s EBIT marží. Z grafu je velice patrné ovlivnění výsledků Skupiny investicí do přidružených společností v roce 2011.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity umožňují zkoumat, nakolik efektivně management využívá aktiva Skupiny. Ukazatele jsou vyjádřené jednak v počtu obrátek konkrétních položek aktiv za rok (obrat), či v počtu dní potřebných na každou takovou obrátku (doba obratu).

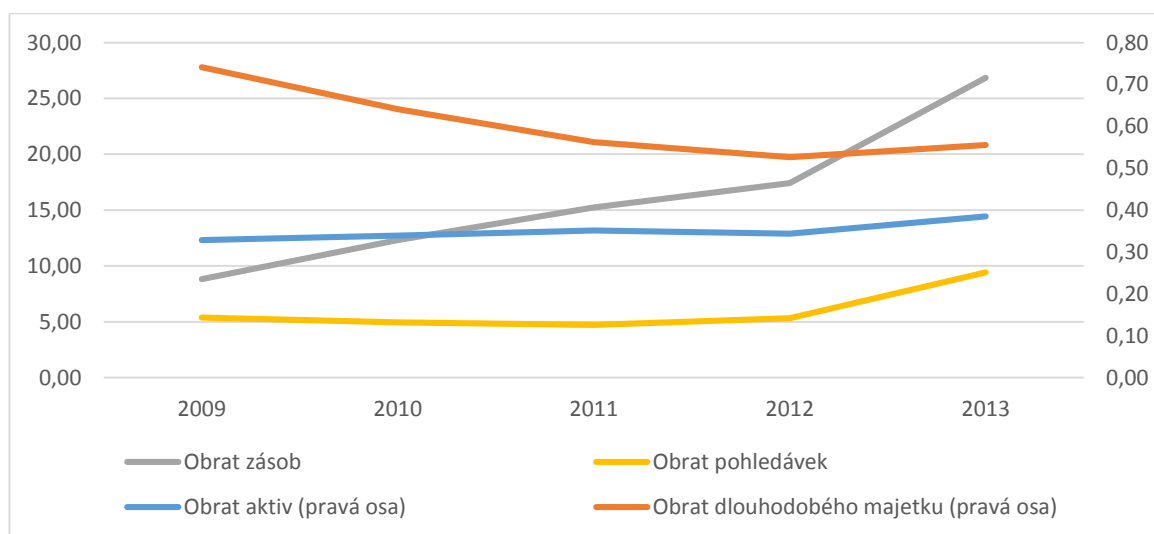
Tabulka č. 12 - Přehled vybraných ukazatelů aktivity Skupiny (ve dnech)

Ukazatele aktivity	2009	2010	2011	2012	2013
Obrat aktiv	0,33	0,34	0,35	0,34	0,39
Obrat dlouhodobého majetku	0,74	0,64	0,56	0,53	0,56
Obrat zásob	8,81	12,33	15,24	17,42	26,85
Obrat pohledávek	5,38	4,96	4,71	5,33	9,42
Doba obratu aktiv	1 097	1 062	1 025	1 048	935
Doba obratu zásob	41	29	24	21	13
Doba inkasa pohledávek	53	58	62	68	38
Doba úhrady krátkodobých závazků	45	57	91	63	63

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

U Skupiny lze pozorovat efektivnější využívání aktiv ke konci sledovaného období, jak ukazuje následující Graf č. 10. Zatímco obrat aktiv v letech 2009 až 2012 nepřesáhl hodnotu 0,34 obrátek ročně, v posledním roce Zkoumaného období stoupl na úroveň 0,39. Obrat dlouhodobého majetku měl spíše klesající tendenci, převážně způsobenou pokračujícími investicemi, které rostly kromě posledního roku po celé období rychleji než odpisy.

Graf č. 10 - Vývoj vybraných ukazatelů aktivity Skupiny ve Zkoumaném období

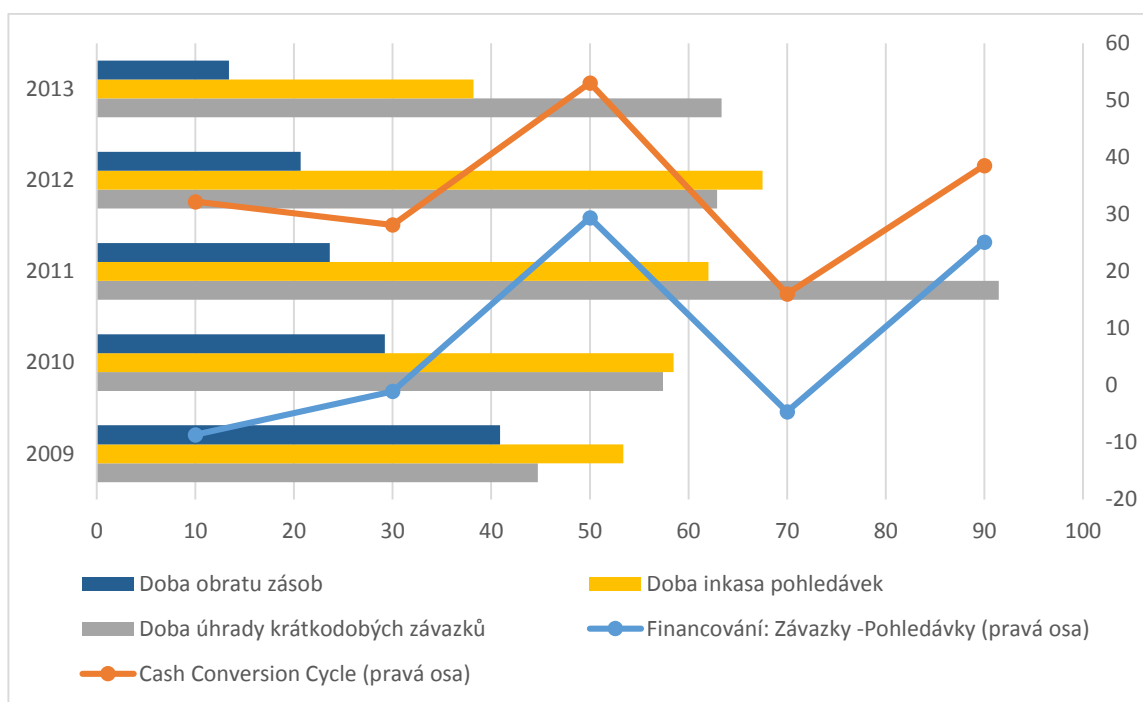


Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

Dosahování vyšší efektivity využíváním aktiv a pasiv Skupiny lze pozorovat také u oběžného majetku a krátkodobých závazků, jak ukazuje Graf č. 11.

Největšího zlepšení Skupina dosáhla v době obratu zásob. Zatímco na začátku Zkoumaného období bylo potřeba na jednu obrátku přes 40 dní, v roce 2013 Skupině stačilo méně než dva týdny. Graf č. 11 se zaměřuje mimo dobu obratu zásob také na tzv. „hotovostní cyklus“ (angl. Cash Conversion Cycle). Jak lze vidět, v letech 2009 až 2012 se Skupině nedařilo dostatečně efektivně inkasovat své pohledávky, průměr za toto období činil 60 dní. V posledním roce došlo k výraznému zkrácení splatnosti vydaných faktur a společnost tak inkasovala své peníze za 38 dní. V letech 2009, 2010 a 2012 Skupina dokonce financovala své odběratele, místo aby sama více využívala dodavatelského financování.

Graf č. 11 - Vývoj vybraných ukazatelů aktivity v poměru k absolutním hodnotám



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

Ukazatele likvidity

Aby mohl podnik provozovat svou činnost, musí mít dostatek peněžních prostředků ke splácení úvěrů, financování investiční činností, placení dodavatelských faktur, výplat zaměstnancům apod. Proto nelze při zkoumání finančního zdraví Skupiny opomenout analýzu likvidity společnosti. Přehled ukazatelů likvidity je zobrazen v Tabulce č. 13.

Tabulka č. 13 - Ukazatele likvidity Skupiny za Zkoumané období

Ukazatele likvidity	2009	2010	2011	2012	2013
Běžná likvidita	1,51	1,23	1,52	1,45	2,01
Pohotová likvidita	1,28	1,01	1,33	1,29	1,83
Okamžitá likvidita	0,14	0,09	0,28	0,63	1,16
Pracovní kapitál (v mil. Kč)	2 845	957	2 034	1 797	2 556

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Běžná likvidita

Běžná likvidita ukazuje, jak jsou naše krátkodobé dluhy, které budeme muset brzy splatit kryty krátkodobým majetkem, který bychom byli schopni v případě potřeby včas přeměnit na peníze a použít k úhradě dluhů (kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky). Ukazatel je měřítkem budoucí solventnosti firmy. Obvykle se doporučuje udržovat běžnou likviditu v rozmezí 1,5 - 2,5¹²⁹, což námi sledovaný podnik nesplnil především v roce 2010, kdy hodnota tohoto ukazatele klesla na úroveň 1,23. Při bližším zkoumání zjistíme, že k poklesu došlo hlavně v kolonce krátkodobého finančního majetku, který meziročně klesl o téměř 60 %. Stejně tak v roce 2012, kdy byla hodnota těsně pod spodní hranicí, a to na úrovni 1,45, hlavně díky krátkodobým bankovním úvěrům, které vzrostly meziročně o 57%. Zbylé tři sledované roky se ukazatel běžné likvidity pohyboval ve stanoveném běžném rozmezí.

Provozní pohotová likvidita

Pohotová likvidita charakterizuje nejpřesněji platební pohotovost, tj. schopnost podniku krýt peněžními prostředky závazky z obchodního styku a závazky vůči zaměstnancům. Určuje platební kondici podniku. Díky ní zjistíme, zda bude firma schopna platit své závazky. Mezní hodnota je doporučována mezi 1 a 1,5.¹³⁰ Obecně je dobré mít hodnotu tohoto ukazatele větší než 1, jinak takto definovaná aktiva nestačí pokrýt krátkodobé závazky. Ale kvůli riziku, že jistá část pohledávek nebude splacena včas nebo vůbec je doporučovaná mezní hodnota vyšší, např. kolem 1,2.

¹²⁹ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*, s. 50

¹³⁰ Tamtéž, s. 50

Výrazně nízká hodnota pohotové likvidity může ukazovat nadměrnou váhu zásob v rozvaze společnosti. Hodnota ukazatele by neměla klesnout pod 1, což splňují výsledky našeho podniku ve všech sledovaných obdobích.

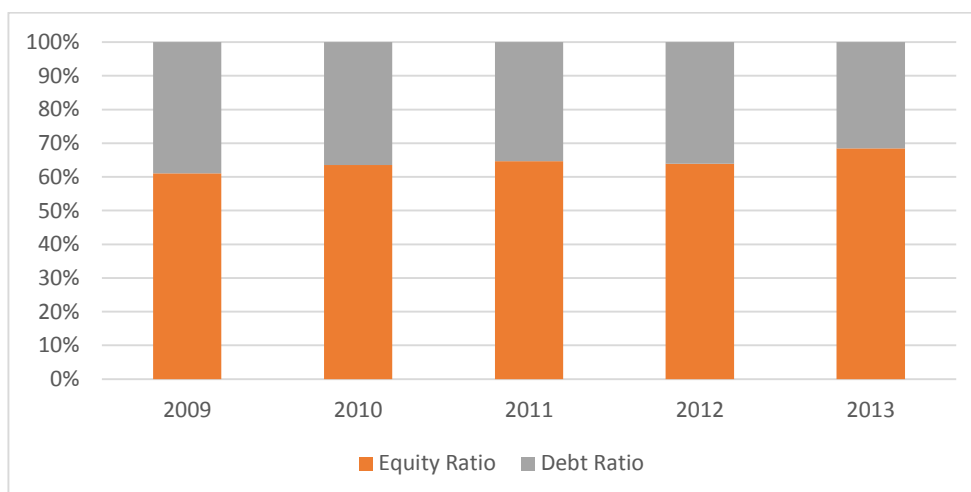
Okamžitá (peněžní) likvidita

Peněžní likvidita vyjadřuje okamžitou schopnost společnosti uhradit své krátkodobé závazky. Ukazuje, zda máme dostatek hotovosti v pokladně a na účtech, abychom mohli uhradit aktuálně splatné závazky (v krátkodobém horizontu). K penězům v pokladně a na běžných účtech přičítáme také krátkodobě obchodovatelné cenné papíry. Doporučená hodnota se pohybuje mezi 0,2 až 0,5¹³¹, což naše společnost vykazuje jen v období roku 2011. Velmi vysoké hodnoty 1,16 společnost vykazuje především v roce 2013, kdy firma přestala čerpat krátkodobé bankovní úvěry, tím snížila své celkové krátkodobé závazky a zároveň disponovala příliš vysokými peněžními prostředky.

Ukazatele zadluženosti

Na chod společnosti má velký vliv také struktura jeho financování. Poslední část analýzy poměrových ukazatelů se proto zaměřuje na vývoj zadlužení Skupiny ve Zkoumaném období.

Graf č. 12 - Přehled vybraných ukazatelů zadluženosti Skupiny



Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní zpracování

¹³¹ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*, s. 49

Podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech (Equity ratio) se v celém Zkoumaném období pohybuje mezi 61 % až 68 %. Zbytek je tedy tvořen kapitálem cizím (Debt ratio), jak lze pozorovat v Grafu č. 12. Z analýzy finančních výkazů již bylo zjištěno, že tento cizí majetek je tvořen především rezervami na sanace a rekultivace (každoročně okolo 20 % bilanční sumy). Většinu zbylé části pak tvořily krátkodobé bankovní úvěry, avšak jejich podíl se díky splácení snižoval, až se v roce 2013 dostal doplacením na 0 %. V roce 2013 tvořily 6,78 % bilanční sumy závazky z obchodních vztahů. Poslední výraznější podíl má pak ve Zkoumaném období položka odložený daňový závazek, a to okolo 2,5 % až 3,5 % z bilanční sumy.

4.3.3 Bonitní a bankrotní modely

V následující části jsou provedeny analýzy modelů pro zhodnocení bonity Skupiny. Pro posouzení „kvality“ společnosti je použit Kralickův rychlý test, který se zakládá na zhodnocení čtyř zásadních ukazatelů společnosti. Pro analýzu symptomů, které by mohly mít vliv na bankrot společnosti je pak použit Altmanův index důvěryhodnosti.

Kralickův rychlý test (bonitní model)

V tomto modelu jsou vybrány čtyři ukazatele, na základě jejich výsledných hodnot jsou jim poté přiděleny body podle následujícího schématu v Tabulce č. 14.

Tabulka č. 14 - Schéma stupnice hodnocení ukazatelů Kralickova testu

Ukazatel	Výborně	Velmi dobře	Dobře	Špatně	Ohrožení
	1	2	3	4	5
Kvóta vlastního kapitálu	> 30 %	> 20 %	> 31 %	> 0 %	negativní
Doba splácení dluhů z Cash flow	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	< 12 let	30 let
Cash flow v tržbách	> 10 %	> 8 %	> 5 %	> 0 %	negativní
ROA	> 15 %	> 12 %	> 8 %	> 0 %	negativní

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J., *Finanční analýza - krok za krokem*, s. 76, vlastní zpracování

V Tabulce č. 15 jsou výsledky jednotlivých ukazatelů Skupiny pro hodnocení Kralickovým testem bonity.

Tabulka č. 15 – Výsledné hodnoty ukazatelů Skupiny pro Kralickův test

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Kvóta vlastního kapitálu	61%	64%	65%	64%	68%
Doba splácení dluhů z Cash flow	3,20	2,82	1,88	2,64	1,54
Cash flow v tržbách	37%	38%	54%	40%	53%
ROA	17,01%	7,69%	0,97%	6,46%	8,56%

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J., *Finanční analýza - krok za krokem*, s. 77, vlastní výpočty

A dále pak v Tabulce č. 16 je zobrazeno výsledné hodnocení skupiny dle provedeného Kralickova testu.

Tabulka č. 16 - Hodnocení Skupiny na základě Kralickova testu

Hodnocení	2009	2010	2011	2012	2013
Kvóta vlastního kapitálu	1	1	1	1	1
Doba splácení dluhů z Cash flow	2	1	1	1	1
Cash flow v tržbách	1	1	1	1	1
ROA	1	4	4	4	3
Průměr	1,25	1,75	1,75	1,75	1,5

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J., *Finanční analýza - krok za krokem*, s. 78, vlastní zpracování

Průměrná hodnota v roce 2009 byla 1,25, v následujících letech Zkoumaného období byla pak stejná na úrovni 1,75 (roky 2010 až 2012). Tento průměr je především ovlivněn ukazatelem ROA, který mimo roku 2009 obdržel známku 4, a to hned ve třech případech. Jak už bylo několikrát zmíněno v rámci finanční analýzy, ukazatel ROA byl ovlivněn především menším čistým ziskem způsobeným investicemi do přidružených podniků, od roku 2012 lze již pozorovat rostoucí tendenci. U ostatních ukazatelů Skupina obdržela v naprosté většině to nejlepší hodnocení, a proto lze tvrdit, že na základě Kralickova získává Skupina velmi dobré hodnocení, tudíž má jako společnost vysokou bonitu.

Altmanův index důvěryhodnosti

Tento index je tvořen rovnicí, do které jsou dosazeny hodnoty finančních ukazatelů Skupiny, poté se na základě výsledku dá předpovědět, zda se jedná do budoucna o prosperující společnost nebo takovou společnost, kde hrozí riziko konce z důvodu

bankrotu. Altmanův index se skládá z následující rovnice, která je poté aplikován na Skupinu:¹³²

$$Z = 3,3 \times X_1 + 1,0 \times X_2 + 0,6 \times X_3 + 1,4 \times X_4 + 1,2 \times X_5$$

V Tabulce č. 17 jsou vypočteny poměrové ukazatele, které jsou následně ohodnoceny dle váhy vycházející z Altmanovy rovnice.

Tabulka č. 17 - Altmanův index aplikovaný na Skupinu

Ukazatel	Váha	2009	2010	2011	2012	2013
Zisk před úroky a zdaněním	3,3	0,39	0,28	0,33	0,26	0,35
Tržby / Celková aktiva	1	0,33	0,34	0,35	0,34	0,39
Tržní hodnota VK / účetní hodnota dluhu	0,6	0,94	1,05	1,10	1,06	1,30
Zadržené zisky / Aktiva celkem	1,4	0,47	0,51	0,48	0,48	0,54
Čistý pracovní kapitál / Aktiva celkem	1,2	0,07	0,01	-0,01	-0,03	-0,02
Z Faktor	-	2,20	2,19	2,26	2,12	2,57

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J., *Finanční analýza - krok za krokem*, s. 81, vlastní výpočty

V celém Zkoumaném období vychází Altmanův index do šedé zóny (hodnoty v rozpětí 1,88 až 2,99), díky čemuž nelze o Skupině konstatovat, zda-li se pohybuje spíše v uspokojivé finanční situaci, nebo zda-li je ohrožena vážnými finančními problémy. Nejvyšší hodnota indexu v posledním roce Zkoumaného období tak alespoň může nepovědět, že se Skupina pohybuje pozitivním směrem.¹³³

4.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

V následující části této práce jsou rozdělena aktiva na provozně potřebná a nepotřebná.

¹³² KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J., *Finanční analýza - krok za krokem*, s. 81

¹³³ Altmanův index je konstruován především na americké firmy, hospodářská situace v ČR se jednoznačně odlišuje od té americké. Proto je diskutabilní, zda je tento index vůbec přenositelný na české poměry.

4.4.1 Dlouhodobý hmotný majetek

DHM je ve Skupině tvořen především stavbami, stroji, přístroji, zařízením, inventářem, dopravními prostředky a pozemkami. Všechna tato aktiva úzce souvisí s hlavním předmětem činnosti Skupiny, proto bude celý DHM zařazen do provozně potřebných aktiv. Přehled provozně nutného DHM pak zachycuje Tabulka č. 18.

Tabulka č. 18 - Provozně potřebný DHM Skupiny (v mil. Kč)

Dlouhodobý hmotný majetek	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto	35 069	37 731	42 133	45 375	46 420
Oprávky a opravné položky k majetku	-20 334	-21 059	-22 598	-24 163	-25 014
Dlouhodobý hmotný majetek, netto	14 735	16 672	19 535	21 212	21 406
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	272	1 041	438	376	843
Provozně potřebný DHM celkem	15 007	17 713	19 973	21 588	22 249

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.4.2 Ostatní stálá aktiva

Mezi ostatní stálá aktiva se řadí dlouhodobý finanční majetek, investice do přidružených společností, finanční aktiva s omezeným disponováním, dlouhodobé pohledávky a dlouhodobý nehmotný majetek. Níže jsou tato aktiva rozdělena na provozně potřebná a nepotřebná.

Dlouhodobý finanční majetek: Tento majetek tvoří z části hypoteční listy splatné v roce 2017, které je Skupina schopná (a hodlá tak učinit) držet až do roku 2017, a také státní dluhopisy a hypoteční zástavní listy.¹³⁴ Jelikož se nejedná o aktiva, která Skupina potřebuje nutně ke své podnikatelské činnosti, budou označena jako provozně nepotřebná.

Investice do přidružených společností: Položka investice do přidružených společností také nebude zařazena do provozně potřebných aktiv. Jedná se o investici do Výzkumného ústavu pro hnědé uhlí a.s.¹³⁵, což sice částečně souvisí s hlavním předmětem činnosti Skupiny, avšak je zde velmi odlišné riziko podnikání a také odlišná výnosnost.

¹³⁴ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 116

¹³⁵ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 118

Finanční aktiva s omezeným disponováním: Pod touto položkou jsou zachycena finanční aktiva týkající se financování budoucích povinností rekultivace, tvoří je především vklady na bankovních účtech a realizovatelné cenné papíry.¹³⁶ Jelikož sanace a rekultivace úzce souvisí s hlavní činností Skupiny, budou tato aktiva označena jako provozně potřebná.

Dlouhodobé pohledávky: Dlouhodobé pohledávky nejsou ve výročních zprávách Skupiny blíže specifikované, z tohoto důvodu budou raději zařazeny do provozně potřebných aktiv.

Dlouhodobý nehmotný majetek: Tento majetek je tvořen především softwarem. Ten je podstatnou součástí hlavní činnosti Skupiny, a proto bude také zařazen do provozně nutných aktiv.

Tabulka č. 19 zobrazuje výsledné rozřazení ostatních stálých aktiv Skupiny na provozně potřebná a provozně nepotřebná.

Tabulka č. 19 - Rozdělení ostatních stálých aktiv na provozně potřebná a nepotřebná (v mil. Kč)

Ostatní stálá aktiva	2009	2010	2011	2012	2013
Finanční aktiva s omezeným disponováním	2 223	2 688	2 974	3 795	3 913
Dlouhodobé pohledávky, netto	418	445	447	0	0
Dlouhodobý nehmotný majetek, netto	26	26	41	29	32
Provozně potřebná ostatní stálá aktiva celkem	2 667	3 159	3 462	3 824	3 945
Investice do přidružených společností	3 335	3 360	59	61	45
Dlouhodobý finanční majetek	4 518	4 108	2 572	1 826	738
Provozně nepotřebná ostatní stálá aktiva celkem	7 853	7 468	2 631	1 887	783

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.4.3 Oběžná aktiva

Poslední rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná bude provedeno u oběžných aktiv. Ta se skládají z peněžních prostředků a ekvivalentů, krátkodobého finančního majetku, pohledávek, zásob, ostatních oběžných aktiv, finančních aktiv s omezeným disponováním a aktiv klasifikovaných jako držená k prodeji.

¹³⁶ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 119

Peněžní prostředky a ekvivalenty: Peněžní prostředky jsou tvořeny především penězi v pokladně a na bankovních účtech, ekvivalenty pak zahrnují vysoce likvidní finanční majetek se splatností do 3 měsíců. Pro společnost je důležité udržovat výši těchto prostředků na minimální úrovni k zajištění svého provozu, v literatuře se doporučuje alespoň na úrovni 20 % krátkodobého cizího kapitálu.¹³⁷ Tato úroveň bude tedy dále považována za provozně potřebnou část peněžních prostředků a ekvivalentů. Z důvodu nízkých hodnot okamžité likvidity v letech 2009 a 2010 jsou na tuto úroveň poníženy pouze peněžní prostředky a ekvivalenty v letech 2011 až 2013, což lze pozorovat v Tabulce č. 20.

Tabulka č. 20 - Rozdělení peněžních prostředků a ekvivalentů na provozně potřebné a nepotřebné (v mil. Kč)

Peněžní prostředky a ekvivalenty	2009	2010	2011	2012	2013
Peněžní prostředky a ekvivalenty celkem	792	390	1 067	2 516	2 953
Krátkodobé závazky celkem	5 553	4 180	3 879	3 973	2 538
Provozně potřebné peněžní prostředky a ekvivalenty	792	390	776	795	508
Provozně nepotřebné peněžní prostředky a ekvivalenty	0	0	291	1 721	2 445

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Krátkodobý finanční majetek: Obsahuje dluhové cenné papíry držené do splatnosti, kterými jsou státní pokladniční poukázky, depozitní směnky bank, komerční obligace a vkladové listy. Dále pak krátkodobé realizovatelné dluhové cenné papíry, jako jsou státní dluhopisy, euroobligace a hypoteční zástavní listy.¹³⁸ Všechn tento majetek má portfoliový charakter a tudíž nebude klasifikován jako provozně potřebný.

Pohledávky: Obsahují pohledávky z obchodního styku a ostatní pohledávky. Jelikož jsou významnou položkou u hlavní činnosti Skupiny, bude tato položka klasifikována jako provozně nutné aktivum.

Zásoby: Jelikož zahrnují především materiál na údržbu a náhradní díly¹³⁹, což jsou neodmyslitelně nutná aktiva k hlavní podnikatelské činnosti Skupiny, budou zásoby zahrnuty do provozně potřebných aktiv.

¹³⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy, s. 121

¹³⁸ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 117

¹³⁹ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 108

Ostatní oběžná aktiva: Ostatní oběžná aktiva nejsou ve výročních zprávách Skupiny blíže specifikované, z tohoto důvodu budou raději zařazeny do provozně potřebných aktiv.

Finanční aktiva s omezeným disponováním: Tato aktiva jsou určena pro potřeby sanace a rekultivace pozemků dotčených těžbou a zároveň pro vypořádání důlních škod.¹⁴⁰ Vzhledem k tomuto faktu budou zařazena do provozně potřebných aktiv.

Aktiva klasifikovaná jako držená k prodeji: Do této oblasti zahrnuje Skupina aktiva v případě, že je velmi pravděpodobný prodej těchto aktiv do jednoho roku. Vzhledem k malému výskytu těchto operací budou tato aktiva klasifikována jako provozně nepotřebná.

V následující Tabulce č. 21 je zachyceno rozřazení oběžných aktiv na provozně potřebná a provozně nepotřebná.

Tabulka č. 21 - Rozdělení oběžných aktiv Skupiny na provozně potřebná a nepotřebná (v mil. Kč)

Oběžná aktiva	2009	2010	2011	2012	2013
Peněžní prostředky a ekvivalenty	792	390	776	795	508
Pohledávky, netto	1 651	1 844	1 935	2 131	1 311
Zásoby, netto	1 264	921	737	652	460
Ostatní oběžná aktiva	57	61	66	53	68
Finanční aktiva s omezeným disponováním	31	106	50	2	2
Provozně potřebná oběžná aktiva celkem	3 795	3 322	3 564	3 633	2 349
Peněžní prostředky a ekvivalenty	0	0	291	1 721	2 445
Krátkodobý finanční majetek	4 603	1 815	1 021	416	300
Aktiva klasifikovaná jako držená k prodeji	0	0	1 037	0	0
Provozně nepotřebná oběžná aktiva celkem	4 603	1 815	2 349	2 137	2 745

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

V Tabulce č. 22 je pak zobrazeno výsledné rozřazení aktiv Skupiny na provozně potřebná a nepotřebná. S takto rozdělenými lze dále přistoupit k analýze a prognóze generátorů hodnoty.

¹⁴⁰ Výroční zpráva Skupiny za rok 2013, s. 108

Tabulka č. 22 - Výsledné rozřazení aktiv Skupiny na provozně potřebná a nepotřebná (v mil. Kč)

Aktiva	2009	2010	2011	2012	2013
Provozně potřebný DHM celkem	15 007	17 713	19 973	21 588	22 249
Provozně potřebná ostatní stálá aktiva celkem	2 667	3 159	3 462	3 824	3 945
Provozně potřebná oběžná aktiva celkem	37 95	3 322	3 564	3 633	2 349
Provozně potřebná aktiva celkem	21 469	24 194	26 999	29 045	28 543
Provozně nepotřebná ostatní stálá aktiva celkem	7 853	7 468	2 631	1 887	783
Provozně nepotřebná oběžná aktiva celkem	4 603	1 815	2 349	2 137	2 745
Provozně nepotřebná aktiva celkem	12 456	9 283	4 980	4 024	3 528

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.4.4 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je ještě potřebné upravit velikost investovaného kapitálu, a to na investovaný kapitál do provozně potřebných aktiv. Tato úprava je jednou z nejdůležitějších pro další propočty oceňování Skupiny.

Jak lze pozorovat v Tabulce č. 23, provozně nutný investovaný kapitál se skládá z provozně potřebných dlouhodobých aktiv a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu. Ten se získá odečtením neúročených závazků od celkových provozně potřebných oběžných aktiv.

Tabulka č. 23 - Provozně nutný investovaný kapitál Skupiny (v mil. Kč)

Provozně nutný investovaný kapitál	2009	2010	2011	2012	2013
Provozně potřebná oběžná aktiva celkem	3795	3322	3564	3633	2349
Neúročené závazky (krátkodobé)	1 751	2 067	3 122	2 202	2 538
Provozně nutný upravený pracovní kapitál	2 044	1 255	442	1 431	-189
Provozně potřebný DHM celkem	15 007	17 713	19 973	21 588	22 249
Provozně potřebná ostatní stálá aktiva celkem	2 667	3 159	3 462	3 824	3 945
Provozně nutný investovaný kapitál celkem	19 718	22 127	23 877	26 843	26 005

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.4.5 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Jelikož byla celková aktiva Skupiny upravena o položky, které přímo nejsou spjaty s její hlavní činností, bude nyní nutné i upravit i provozní výsledek hospodaření. Výnosy a náklady, které byly spojené s nepotřebnými aktivy, je potřebné od provozního výsledku hospodaření vyloučit.

Po výpočtu provozního výsledku hospodaření budou přičteny výnosy z finančních investic a výnosové úroky, které plynou z provozně potřebného majetku, následně se odečtou finanční náklady související s provozně potřebným majetkem. Tento výpočet zachycuje Tabulka č. 24.

Tabulka č. 24 - Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření Skupiny (v mil. Kč)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření	2009	2010	2011	2012	2013
Výnosy z prodeje uhlí	10 231	9 710	10 425	10 105	10 970
Ostatní výnosy	899	1 643	806	1 256	1 382
Opravy, údržba a ostatní služby	-1 524	-1 912	-1 966	-2 153	-1 869
Osobní náklady	-2 290	-2 417	-2 435	-2 470	-2 574
Odpisy	-1 615	-1 833	-2 064	-2 349	-2 676
Spotřebované náhradní díly a ostatní materiál	-336	-1 041	-301	-404	-364
Spotřeba energií	-1 070	-1 119	-1 152	-1 065	-1 141
Ostatní provozní náklady, netto	-282	-204	-84	-312	-322
Provozní výsledek hospodaření	4 013	2 827	3 229	2 608	3 406
Výnosové úroky	150	117	110	129	135
Úročení rezervy na rekultivace a sanace	-305	-266	-284	-280	-234
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	3 858	2 678	3 055	2 457	3 307

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Klíčovým momentem při stanovení hodnoty Skupiny je právě analýza a prognóza generátorů hodnoty, jedná se totiž o několik základních podnikohospodářských veličin, které tuto hodnotu určují. Dále budou rozvedeny následující generátory hodnoty: tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku

4.5.1 Tržby

Prognóza tržeb Skupiny vychází již ze strategické analýzy, která byla provedena v kapitole 4.2.6. V této části práce byly prognózovány tržby z prodeje uhlí Skupiny, pro výpočet generátoru hodnoty tržeb bude však potřeba pracovat s celkovými tržbami. Ve Zkoumaném období se tržby z prodeje uhlí podílely na celkových tržbách v průměru 90 %, jak dokládá Tabulka č. 25.

Tabulka č. 25 - Podíl tržeb z prodeje uhlí na celkových tržbách Skupiny

Podíl tržeb z prodeje uhlí na celkových tržbách	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje uhlí (v mil. Kč)	10 231	9 710	10 425	10 105	10 970
Celkové tržby (v mil. Kč)	11 130	11 353	11 231	11 361	12 352
Podíl tržeb z prodeje uhlí na celkových tržbách	92%	86%	93%	89%	89%
Průměrný podíl tržeb z prodeje uhlí na celkových tržbách	90%				

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Na základě tohoto faktu a předešlé prognózy tržeb z prodeje uhlí ve strategické analýze jsou dopočítány celkové tržby Skupiny pro prognózované období let 2014 až 2018.

Tabulka č. 26 - Prognóza celkových tržeb Skupiny (v mil. Kč)

Prognóza celkových tržeb	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby z prodeje uhlí	11 280	11 584	11 936	12 283	12 639
Celkové tržby	12 533	12 872	13 263	13 648	14 044

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.5.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je počítána jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření (před daněmi) a celkových tržeb. Pro výpočet bude použita prognóza ziskové marže „shora“¹⁴¹, předpokladem je zvyšující se tržní síla Skupiny na trhu s hnědým uhlím.

Tabulka č. 27 - Výpočet provozní ziskové marže Skupiny za Zkoumané období

Provozní zisková marže	2009	2010	2011	2012	2013
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v mil. Kč)	3 858	2 678	3 055	2 457	3 307
Celkové tržby (v mil. Kč)	11 130	11 353	11 231	11 361	12 352
Provozní zisková marže	34,7%	23,6%	27,2%	21,6%	26,8%

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Po výpočtu provozní ziskové marže Zkoumaného období v Tabulce č. 27 nyní bude provedena prognóza pro období 2014 až 2018.

¹⁴¹ Tento přístup vychází z vývoje ziskové marže za minulost, která je podrobena analýze vzhledem k faktorům, které na ni působí, na základě toho je predikována do budoucnosti. MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 127

Tabulka č. 28 - Prognóza provozní ziskové marže Skupiny

Prognóza provozní ziskové marže	2014	2015	2016	2017	2018
Prognóza korigovaného provozního výsledku hospodaření (v mil. Kč)	3 359	3 453	3 561	3 668	3 779
Prognóza celkových tržeb (v mil. Kč)	12 533	12 872	13 263	13 648	14 044
Prognóza ziskové marže	26,8 %	26,8 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.5.3 Pracovní kapitál

Pro definování pracovního kapitálu jako generátoru hodnoty bude vycházeno z té části kapitálu, která je součástí provozně nutného investovaného kapitálu (kapitola 4.4.4). Takto definovaný pracovní kapitál se liší v odečtení neúročených závazků, oproti obvyklému odečtení celých krátkodobých závazků.

V první části je potřebné analyzovat vývoj jednotlivých položek, následně prognózovat jejich vývoj do budoucna. Po vyloučení provozně nepotřebných aktiv bude zkoumána náročnost tržeb na jednotlivé složky pracovního kapitálu.

Zásoby

Jak již bylo analyzováno v předešlých částech práce, všechny zásoby jsou považovány za provozně nutné. Prognóza budoucího vývoje zásob je stanovena na základě doby obratu zásob za Zkoumané období, na jejímž základě je analyzována náročnost tržeb na zásobách.

Doba obratu zásob se díky snaze Skupiny o optimalizaci v celém Zkoumaném období snižovala meziročně v průměru o 7 dní. V dalším hospodaření společnosti se Skupina bude tuto dobu obratu stále snažit optimalizovat, proto bude v prognózovaném období předpokládán meziroční pokles o 0,5 dne.

Tabulka č. 29 - Prognóza vývoje zásob Skupiny

Prognóza zásob	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby (v mil. Kč)	443	438	433	427	420
Doba obratu zásob (ve dnech)	13	12	12	11	11

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Pohledávky

Doba inkasa pohledávek měla ve Zkoumaném období rostoucí tendenci v letech 2009 až 2012, v roce 2013 však zaznamenala výrazný pokles na hodnotu 38 dní. Díky nedostatku

informací ve výročních zprávách Skupiny je tento výkyv považován za výjimečný a vzhledem k délce splatnosti faktur z obchodních vztahů bude doba inkas pohledávek prognózována jako průměr Zkoumaného období.

Tabulka č. 30 - Prognóza vývoje pohledávek Skupiny

Prognóza pohledávek	2014	2015	2016	2017	2018
Pohledávky (v mil. Kč)	1 920	1 972	2 032	2 091	2 152
Doba inkasa pohledávek (ve dnech)	56	56	56	56	56

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Závazky

Jako závazky se označují při výpočtu pro upravený pracovní kapitál pouze neúročené krátkodobé závazky, což jsou celkové krátkodobé závazky očištěné o závazky z krátkodobých bankovních úvěrů. Doba obratu neúročených závazků vykazovala ve Zkoumaném období relativně stoupající tendenci, až na výkyv v roce 2011, který byl způsoben především velkým úbytkem krátkodobých bankovních úvěrů, a tím nárůstem neúročených závazků. V dalších letech znovu vykazoval mírný nárůst, proto bude pro prognózované období počítáno s průměrnou dobou obratu neúročených závazků 75 dní, jak zachycuje Tabulka č. 31.

Tabulka č. 31 - Prognóza vývoje neúročených krátkodobých závazků Skupiny

Prognóza závazků	2014	2015	2016	2017	2018
Neúročené závazky (v mil. Kč)	2 472	2 539	2 616	2 692	2 770
Doba obratu neúročených závazků (ve dnech)	72	72	72	72	72

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Provozně potřebné peněžní prostředky

Tato položka bude určena na základě již vypočítané prognózy pro neúročené závazky. Jak bylo již zmíněno, provozně potřebné finanční prostředky a ekvivalenty se určují na úrovni 20 %¹⁴² krátkodobých neúročených závazků, jak dokládá Tabulka č. 32.

¹⁴² MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 121

Tabulka č. 32 - Prognóza vývoje peněžních prostředků a ekvivalentů Skupiny

Prognóza peněžních prostředků a ekvivalentů (v mil. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Neúročené závazky	2 472	2 539	2 616	2 692	2 770
Provozně potřebné peněžní prostředky a ekvivalenty	494	508	523	538	554

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Upravený pracovní kapitál celkem

Po vypočtení potřebných jednotlivých položek je nyní sestaven konečný výpočet pro prognózu budoucího vývoje upraveného pracovního kapitálu (Tabulka č. 33).

Tabulka č. 33 - Prognóza vývoje upraveného pracovního kapitálu Skupiny

Prognóza upraveného pracovního kapitálu (v mil. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Provozně potřebné peněžní prostředky a ekvivalenty	494	508	523	538	554
Zásoby	443	438	433	427	420
Pohledávky	1 920	1 972	2 032	2 091	2 152
Neúročené závazky	-2 472	-2 539	-2 616	-2 692	-2 770
Ostatní oběžná aktiva	61	61	61	61	61
Finanční aktiva s omezeným disponováním	2	2	2	2	2
Upravený pracovní kapitál celkem	449	442	435	427	418

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.5.4 Investice do dlouhodobého majetku

U investic do dlouhodobého majetku bude obdobně rozebrán pouze ten dlouhodobý majetek, který je provozně potřebný pro základní podnikatelské zaměření podniku ve vztahu k tržbám. K plánování investiční náročnosti bude použit globální přístup.¹⁴³ Ten spočívá ve výpočtu koeficientu investiční náročnosti, který se získá podílem provozně potřebného dlouhodobého majetku a celkových tržeb.

Tabulka č. 34 - Výpočet koeficientu investiční náročnosti dlouhodobého majetku Skupiny

Dlouhodobý majetek	2009	2010	2011	2012	2013
Provozně potřebný DHM celkem	15 007	17 713	19 973	21 588	22 249
Koeficient investiční náročnosti DHM	1,35	1,56	1,78	1,90	1,80
Provozně potřebná ostatní stálá aktiva	2 667	3 159	3 462	3 824	3 945
Koeficient investiční náročnosti ostatních stálých aktiv	0,24	0,28	0,31	0,34	0,32

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

¹⁴³ MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, s. 137

Následně je prognózován dlouhodobý majetek na základě vypočtených koeficientů náročnosti tržeb. Pro DHM je předpokládáno, že bude do budoucna zachován obdobný růst, který lze pozorovat ve Zkoumaném období. Koeficient investiční náročnosti DHM bude tedy každoročně stoupat o 0,004 bodu.

Ostatní stálá aktiva potřebná k provozní činnosti také vykazují ve Zkoumaném období rostoucí tendenci. Pro zachování tohoto růstu bude koeficient investiční náročnosti ostatních stálých aktiv každoročně stoupat o 0,002 bodu. Výslednou prognózu dlouhodobého majetku zachycuje Tabulka č. 35.

Tabulka č. 35 - Prognóza vývoje dlouhodobé majetku Skupiny

Dlouhodobý majetek	2014	2015	2016	2017	2018
Provozně potřebný DHM celkem (v mil. Kč)	22 666	23 371	24 177	24 980	25 152
Koeficient investiční náročnosti DHM	1,81	1,82	1,82	1,83	1,84
Provozně potřebná ostatní stálá aktiva (v mil. Kč)	4 011	4 127	4 261	4 394	4 530
Koeficient investiční náročnosti ostatních stálých aktiv	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

4.5.5 Sestavení finančního plánu

Na základě dřívější prognózy generátorů hodnoty je nyní sestaven finanční plán Skupiny. Ten se skládá z hlavních finančních výkazů, kterými jsou Výkaz zisků a ztrát a Rozvaha. Pro další postup ve stanovení hodnoty společnosti budou tyto výkazy sestaveny pro 2 prognózovaná období. Prvním je prognóza pro období 2014 až 2018 (tabulka v Příloze č. 7 a Příloze č. 8), druhým obdobím je pak prognóza do konce životnosti podniku (tabulka v Příloze č. 9 a Příloze č. 10).

Provozně nepotřebné finanční prostředky a ekvivalenty jsou stanoveny na základě rozdílu mezi stavem těchto prostředků na konci roku a provozně nutnou výší peněžních prostředků a ekvivalentů vycházející z generátorů hodnoty. Obdobně je pak postupováno i v případě provozně potřebného a nepotřebného finančního majetku. Při plánování pasiv je pak vlastní kapitál a rozdíly z přecenění ponechány na úrovni roku 2013.

4.6 Stanovení hodnoty společnosti

Po provedení strategické analýzy, finanční analýzy a analýzy a prognózy generátorů hodnoty, na základě kterých byl sestaven finanční plán Skupiny, bude nyní přistoupeno

k samotnému ocenění. Jako oceňovací metoda byla stanovena jednak výnosová metoda diskontovaného cash flow DCF entity při použití FCFF a také metoda EVA. Standardem hodnoty byla zvolena hodnota tržní. Obě metody ocenění budou počítány pro výše zmíněná prognózovaná období, tedy první na 5 let při zachování podmínky going concern principu, druhé do konce životnosti podniku.

4.6.1 Stanovení diskontního faktoru – WACC

Pro ocenění metodou DCF entity je nejdříve potřeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Tato diskontní míra představuje průměrnou cenu, kterou společnost platí za vytvořený finanční mix na straně pasiv. Nejdříve bude proveden výpočet jednotlivých proměnných ze vzorce pro výpočet WACC.

Náklady na cizí kapitál

Z důvodu doplacení všech krátkodobých úvěrů ve Zkoumaném období a také neexistenci žádného dlouhodobého úvěru jsou jediným cizím úročeným kapitálem Skupiny dluhopisy. Bezriziková výnosová míra státních dluhopisů s obdobnou dobou splatnosti byla za Zkoumané období 3,46 %, dle ratingu státních dluhopisů České republiky byla na základě dat z databáze A. Damodarana¹⁴⁴ odhadnuta doporučená přírážka k této aktuální výnosnosti.

Tabulka č. 36 - Výpočet nákladů na cizí kapitál Skupiny

Náklady na cizí kapitál	
Výnosnost státních dluhopisů za Zkoumané období	3,46%
Rating státních dluhopisů České republiky	A+
Odhadnutá přírážka k aktuální výnosnosti	0,90%
Náklady cizího kapitálu celkem	4,36%

Zdroj: ČNB. Trh státních dluhopisů. Cnb.cz; DAMODARAN, A., Damodaran online - interest coverage ratios. People.stern.nyu, vlastní výpočty

Náklady na vlastní kapitál

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bude použit model oceňování kapitálových aktiv (angl. Capital Asses Pricing Model, dále jen „CAPM“).

Bezriziková úroková míra byla odhadnuta opět na základě výnosnosti státních dluhopisů za Zkoumané období. Koeficient beta je určen na základě databáze

¹⁴⁴ DAMODARAN, A., Damodaran online - interest coverage ratios. People.stern.nyu

A. Damodarana, kde je stanoven pro odvětví „Coal & Related Energy“ na hodnotě 0,78. Z důvodu financování Skupiny částečně i cizími zdroji bude koeficient upraven o zadluženost. Riziková přírážka pro Českou republiku byla také určena na základě databáze A Domodorana, následně byla navýšena o rizikovou přírážku z důvodu nižší likvidity vlastnických podílů. Výpočet CAPM pak zachycuje Tabulka č. 37.

Tabulka č. 37 - Výpočet nákladů na vlastní kapitál Skupiny metodou CAPM

Náklady na vlastní kapitál	
Výnosnost dluhopisů České republiky	3,46%
Koeficient beta	0,78
Riziková prémie	8,88%
Rating České republiky	A+
Podíl D/E	2,6%
Daňová sazba	19%
Koeficient beta upravený	0,80
Náklady vlastního kapitálu	10,53%

Zdroj: ČNB. Trh státních dluhopisů. Cnb.cz; DAMODARAN, A., Damodaran online - interest coverage ratios. People.stern.nyu, vlastní výpočty

Nyní lze po dosazení do vzorce vypočítat již samotné průměrné vážené náklady kapitálu Skupiny, jak lze vidět v Tabulce č. 38.

Tabulka č. 38 - Struktura WACC Skupiny

Struktura WACC		
Položka	Náklad	Váha
Vlastní kapitál	10,53%	97,5%
Cizí kapitál po dani	2,80%	2,5%
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	10,34%	

Zdroj: vlastní výpočty

4.6.2 Stanovení FCFE

Po vypočtení WACC bude nyní přistoupeno k výpočtu hodnoty FCFE. Metoda FCFE vychází, jak již bylo řečeno, z peněžních toků pro vlastníky a věřitele, které jsou následně diskontované na současnou hodnotu.

Na základě rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a následnému vypočtení těchto položek za použití koeficientů investiční náročnosti byla stanovena prognóza provozně nutného investovaného kapitálu pro období 2014 až 2018, to zobrazuje Tabulka č. 39.

Tabulka č. 39 - Provozně potřebný investovaný kapitál pro prognózované období 2014 až 2018 (v mil. Kč)

Provozně potřebný investovaný kapitál	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Provozně potřebný dlouhodobý majetek	26 194	26 677	27 498	28 438	29 374	29 682
Provozně potřebný upravený pracovní kapitál	-189	449	442	435	427	418
Provozně nutný investovaný kapitál celkem	26 005	27 126	27 940	28 873	29 801	30 101

Zdroj: vlastní výpočty

Pro druhé prognózované období, tedy do konce životnosti podniku je provozně nutný investovaný kapitál normalizován na úrovni roku 2018, jak zachycuje následující Tabulka č. 40.

Tabulka č. 40 - Provozně potřebný investovaný kapitál pro období do konce životnosti Skupiny (v mil. Kč)

Provozně nutný investovaný kapitál	2017	2018	2019 až 2049	2050
Provozně potřebný dlouhodobý majetek	29 374	29 682	29 682	29 682
Provozně potřebný upravený pracovní kapitál	427	418	418	418
Provozně nutný investovaný kapitál celkem	29 801	30 101	30 101	30 101

Zdroj: vlastní výpočty

Nyní bude spočítáno FCFF nepřímou metodou, která vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření, který je upraven o daňovou povinnost, odpisy a investice do provozně potřebného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Tento výpočet zobrazuje Tabulka č. 41.

Tabulka č. 41 - Výpočet FCFF po první fázi prvního období let 2014 až 2018 (v mil. Kč)

FCFF po první fázi (v mil. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	3 447	3 540	3 647	3 753	3 862
Upravená daň	655	673	693	713	734
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění	2 792	2 867	2 954	3 040	3 128
Odpisy	2 507	2 574	2 653	2 730	2 809
Investice do provozně potřebného dlouhodobého majetku	-2 990	-3 395	-3 593	-3 665	-3 117
Investice do provozně potřebného pracovního kapitálu	638	-7	-7	-8	-9
FCFF	2 947	2 039	2 007	2 097	2 811

Zdroj: vlastní výpočty

Obdobně je pak FCFF vypočteno i pro druhé prognózované období, tedy do konce životnosti Skupiny. Nejdříve je však potřebné zohlednit ukončení těžby v roce 2050 a následné rozpuštění rezervy na sanaci a rekultivaci, které budou probíhat v letech 2051 a 2052. V roce 2053 pak dojde k likvidaci Skupiny. Její likvidační hodnota bude stanovena

pro zjednodušení na základě vynásobení dlouhodobých aktiv Skupiny k datu likvidace koeficientem prodejnosti 0,6. K této sumě pak přičteme účetní hodnotu provozně potřebného pracovního kapitálu. V roce 2053 již nebude společnost disponovat žádnými cizími zdroji, a tak bude takto vypočtená likvidační hodnota přímo odpovídat hodnotě vlastního kapitálu. Tyto vztahy pak zobrazuje Tabulka č. 42.

Tabulka č. 42 - Výpočet FCFF pro období likvidace Skupiny (roky 2051 až 2053)

Položka	2051	2052	2053
Likvidační hodnota (v mil. Kč)			18 371
(+) změna rezerv (v mil. Kč)	-3 544	-3 544	
FCFF (v mil. Kč)	-3 544	-3 544	
(-) úroky z CK (v mil. Kč)	0	0	
FCFE (v mil. Kč)	-3 544	-3 544	
náklady VK	10,43%	10,43%	
odúročitel	0,023	0,021	0,019
DCF (v mil. Kč)	-82	-74	347

Zdroj: vlastní výpočty

Následně lze přistoupit k výpočtu FCFF pro druhé prognózované období do konce životnosti podniku. Tento výpočet je zobrazen v tabulce v Příloze č. 11.

4.6.3 Stanovení EVA

Ukazatel EVA je vlastně čistý provozní zisk, snížený o zaplacené úroky z cizího kapitálu a výnos požadovaný vlastníky. Říká nám tedy, kolik peněz zůstane firmě samotné na investice do jejího dalšího rozvoje. V následující Tabulce č. 43 je zobrazen výpočet ukazatele EVA pro první prognózované období let 2014 až 2018.

Tabulka č. 43 - Výpočet ukazatele EVA pro první prognózované období let 2014 až 2018 (v mil. Kč)

Název položky (v mil. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT		2 792	2 867	2 954	3 040	3 128
NOA	26 005	27 126	27 940	28 873	29 801	30 101
WACC*NOA t-1		2 697	2 813	2 898	2 994	3 091
EVA		95	54	57	46	38
Diskontovaná EVA		86	44	42	31	23

Zdroj: vlastní výpočty

Obdobně je pak spočítán ukazatel EVA pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny. Tento výpočet zachycuje tabulka v Příloze č. 12.

4.6.4 Výpočet hodnoty společnosti

Metoda DCF při FCFF

Po výpočtu předešlých hodnot lze již přistoupit k samotnému ocenění Skupiny. Výsledná současná hodnota první fáze se získá sečtením jednotlivých diskontovaných hodnot FCFF. Pro ocenění druhé fáze pak bude předpokladem tempo růstu 2,87 %, které bylo získáno jako průměrné tempo růstu za prognózované období 2014 až 2018. Současná hodnota druhé fáze je odvozena z Gordonova vzorce, který vychází z FCFF pro rok 2019 a stanoveného tempa růstu. Výsledná hodnota podniku je pak tvořena součtem obou fází. Pro získání hodnoty podniku pro vlastníky je od této sumy ještě odečten cizí úročený kapitál a přičteny provozně nepotřebná aktiva, výpočet je zobrazen v Tabulce č. 44.

Tabulka č. 44 - Ocenění metodou DCF entity při FCFF k 31.12.2013 pro první prognózované období let 2014 až 2018 (v mil. Kč)

Ocenění Skupiny metodou DCF entity k 31.12.2013	Hodnota
Současná hodnota provozních aktiv 1. fáze	8 966
Současná hodnota 2. fáze	31 385
Výsledná provozní hodnota podniku brutto	40 351
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	633
Provozně nepotřebná aktiva	3 528
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	43 247
Hodnota akcie (v Kč)	4763
Účetní hodnota vlastního kapitálu	21 968

Zdroj: vlastní výpočty

Následně je přistoupeno k výpočtu ocenění Skupiny metodou DCF entity pro druhé prognózované období, tedy do konce životnosti Skupiny. Rozdíl je zde opět v tom, že se nepočítají jednotlivé fáze zvlášť, ale výpočet probíhá „dohromady“. Tento fakt zachycuje tabulka v Příloze č. 13.

Metoda EVA

Nyní je přistoupeno k výpočtu hodnoty Skupiny za pomoci ukazatele EVA. Výpočet zachycuje Tabulka č. 45. Hodnota první fáze je spočítána jako součet diskontovaných ukazatelů EVA za prognózované období. Druhá fáze je vypočítána na základě míry tempa růstu, korigovaného provozního výsledku hospodaření v posledním roce, provozně nutného investovaného kapitálu v posledním roce a hodnoty WACC. Po sečtení obou fází a následném přičtení provozně nutného investovaného kapitálu ve výchozím roce získáváme

výslednou provozní hodnotu podniku. Odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění pak dostaneme výslednou hodnotu vlastního kapitálu k datu ocenění.

Tabulka č. 45 - Ocenění metodou EVA k 31.12.2013 při prvním prognózovaném období 2014 až 2018 (v mil. Kč)

Ocenění Skupiny metodou EVA k 31.12.2013	Hodnota
Hodnota první fáze	226
Hodnota druhé fáze	3 899
MVA	4 125
NOA k datu ocenění	26 005
Výsledná provozní hodnota podniku brutto	30 129
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	633
Provozně nepotřebná aktiva	3 528
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	33 025

Zdroj: vlastní výpočty

Pro ocenění Skupiny metodou EVA pro druhé prognózované období bude opět postupováno obdobně, avšak bez výpočtu pro druhou fázi, která je již obsažena v původní. Výpočet zaznamenává tabulka v Příloze č. 14.

4.6.5 Stanovení citlivosti na předpoklad going concern

Jak lze pozorovat v Tabulce č. 46, skutečnost, že je podnik omezen svou životností (např. z důvodu vyčerpání nerostného bohatství), je při oceňování nezpochybnitelným faktem. Při použití metody DCF se výsledná hodnota vlastního kapitálu v případě Skupiny liší o 35 % při stejné metodě ocenění, avšak při zachování principu going concern. Obdobně je tomu i u oceňovací metody EVA, kde se hodnoty liší o celých 12 %. Oceňovatel musí při ocenění brát v úvahu veškeré možné faktory působící na společnost a lze tedy říci, že životnost společnosti je neopomenutelným faktorem při stanovení její hodnoty.

Tabulka č. 46 - Vyčíslení vlivu přijetí předpokladu going concern na výsledném ocenění (v mil. Kč)

Vyčíslení vlivu přijetí předpokladu going concern na hodnotu společnosti				
DCF	Going concern	Omezená životnost	Výsledné nadhodnocení	
			v mil. Kč	v %
Výsledná provozní hodnota podniku brutto	40 350	24 999		
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	43 246	27 895	-15 351	-35%
EVA	Going concern	Omezená životnost	Výsledné nadhodnocení	
			v mil. Kč	v %
Výsledná provozní hodnota podniku brutto	30 129	26 266		
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	33 024	29 162	-3 862	-12%

Zdroj: vlastní výpočty

5 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo zjištění vlivu výchozích předpokladů ocenění, a to především tzv. going concern principu, na výslednou tržní hodnotu skupiny Severočeské doly.

Ačkoliv se autorovi nepodařilo kontaktovat přímo management společnosti, neměl při shromažďování zdrojových dat žádné problémy. Vstupními údaji pro praktickou část byly konsolidované účetní výkazy Skupiny a výroční zprávy z let 2009 až 2013, dále pak odborné články a různé internetové zdroje.

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 regulační 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 ve Zkoumaném období 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 pětinašobek hodnoty v roce 2009. Poměr vlastního kapitálu na celkových pasivech byl ve Zkoumaném období 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 2009 až 2013 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 případně 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 způsoben 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.

6 Seznam použitých zdrojů

Knižní zdroje:

- DAMODARAN, Aswath. *Applied corporate finance*. 3. vyd. Hoboken, NJ: John Wiley, 2011. 738 s. ISBN 978-0-470-38464-0.
- JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing: strategie a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008. 269 s. ISBN 978-80-247-2690-8.
- KEŘKOVSKÝ, Miloslav, VYKYPĚL, Oldřich. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. 206 s. ISBN 80-717-9453-8.
- 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. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepr. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 81-7179-529-1.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, PAVELKOVÁ, Drahomíra, ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.
- KOLLER, Tim, Marc H GOEDHART, David WESSELS a Thomas E COPELAND. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5. vyd. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2010. 811 s. ISBN 978-047-0424-728.
- KOZEL, Roman. *Moderní marketingový výzkum: nové trendy, kvantitativní a kvalitativní metody a techniky, průběh a organizace, aplikace v praxi, přínosy a možnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005. 277 s. ISBN 80-247-0966-X.
- 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.
- MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-861-1961-0.
- MRKVIČKA, Josef. *Finanční analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2006. 228 s. ISBN 80-735-7219-2.
- 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.

Internetové zdroje:

- BRUMOVSKÝ, Martin. *Mezinárodní oceňovací Standardy a jejich vývoj*. [online]. JUNIORSTAV, 2008 [cit. 2014-08-16]. Dostupné z: http://www.fce.vutbr.cz/veda/juniorstav2008_sekce/pdf/7/Brumovsky_Martin_CL.pdf. Seminární práce. VUT v Brně.
- CRACKMBA. PEST Analysis. *Crackmba.com* [online]. © 2014 [cit. 2014-09-08]. Dostupné z: <http://crackmba.com/pest-analysis/>
- CREATIVE COMMONS BY-NC. Reálná hodnota (Fair value). *Managementmania.com* [online]. © 2011-2013 [cit. 2014-08-17]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/realna-hodnota>
- ČESKO. Vyhláška ze dne 17. prosince 2013 k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška). *Sbírka zákonů České republiky*. 2013, část 173, s. 7422. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Vyh_2013-441_Vyhlaska-c4412013-Sb.pdf.
- ČNB. Sazby PRIBOR - měsíční a roční průměry. *Cnb.cz* [online]. © 2003-2014 [cit. 2014-12-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne_form.jsp
- ČNB. Trh státních dluhopisů. *Cnb.cz* [online]. © 2003-2015 [cit. 2015-03-17]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/
- ČSÚ. Databáze ročních národních účtů. *Czso.cz* [online]. © 2015 [cit. 2015-03-17]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenkavyber.makroek_vydaj
- DAMODARAN, Aswath. Damodaran online - interest coverage ratios. *People.stern.nyu* [online]. © 2015 [cit. 2015-03-17]. Dostupné z: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/ratings.xls
- DVOŘÁKOVÁ, Dana. *Fair value a její aplikace v Mezinárodních standardech účetního výkaznictví (IAS/IFRS)*. Český finanční a účetní časopis [online]. 2006, roč. 1, 2. [cit. 2014-08-17]. Dostupné z: <http://www.vse.cz/cfuc/cislo.php?cislo=2&rocnik=2006>
- ENVIWEB. Vliv těžby a úpravy nerostných surovin na životní prostředí. *Enviweb.cz* [online]. © 2003-2012 [cit. 2015-01-10]. Dostupné z: <http://www.enviweb.cz/clanek/geologie/91964/vliv-tezby-a-upravy-nerostnych-surovin-na-zivotni-prostredi>
- EUR LEX. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/28/ES. *Eur-lex.europa.eu* [online]. © 2014 [cit. 2014-11-27]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:32009L0028>
- HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. Česko má zásoby hnědého uhlí už jen na 18 let. Další těžba za limity bude obtížná. *Ihned.cz* [online]. © 1996-2015 [cit. 2015-01-10]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-54858870-cesko-ma-zasoby-hnedeho-uhli-uz-jen-na-18-let-dalsi-tezba-za-limity-bude-obtizna>
- IVSC. About the IVSC. *Ivsc.org* [online]. © 2014 [cit. 2014-08-16]. Dostupné z: <http://www.ivsc.org/content/about-international-valuation-standards-council-ivsc>
- IVSC. *International Valuation Standards*. 1. vyd. Norwich: Page Bros, 2011. 128 s. ISBN 978-0-9569313-0-6.

- IVSC. IVSC Membership. *Ivsc.org* [online]. © 2014 [cit. 2014-08-16]. Dostupné z: <http://www.ivsc.org/membership> Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. © Copyright 2005 [cit. 2014-07-30]. Dostupné z: www.mpo.cz
- KOPECKÝ, Josef. Zeman podpořil prolomení limitů těžby hnědého uhlí, stejně jako odbory. *Idnes.cz* [online]. © 1999-2014 [cit. 2014-10-27]. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/zeman-pri-jednani-s-vladou-a-odbory-podporil-prolomeni-limitu-tezby-uhli-149-/ekonomika.aspx?c=A141020_113747_domaci_kop
- MAŘÍK, Miloš. *Evropské oceňovací standardy a jejich význam pro oceňování podniku*. Acta Oeconomica Pragensia, [online]. 2004. Dostupné z: www.vse.cz/polek/download.php?jnl=aop&pdf=249.pdf
- MFČR. 38. Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR (2014–2017). *Mfrc.cz* [online]. © 2005-2013 [cit. 2015-03-17]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/38-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-19793>
- MSČR. Veřejný rejstřík a Sběrka listin. *Justice.cz* [online]. © 2012-2014 [cit. 2014-10-16]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma)
- OKD. Životní prostředí. *Okd.cz* [online]. © 2012 [cit. 2015-01-10]. Dostupné z: <http://www.okd.cz/cs/zivotni-prostredi>
- PORTÁL VEŘEJNÉ SPRÁVY ČR. Horní zákon. *Portal.gov.cz* [online]. © 2014 [cit. 2014-11-27]. Dostupné z: <http://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=37630&nr=44~2F1988&rpp=15#local-content>
- SDAS. Těžba uhlí a její vliv na životní prostředí. *Sdas.cz* [online]. © 2014 [cit. 2015-01-10]. Dostupné z: <http://www.sdas.cz/aktivity/zivotni-prostredi/tezba-uhli-a-jeji-vliv-na-zivotni-prostredi.aspx>
- SNIŽUJEME.CZ. Neobnovitelné zdroje energie. *Snizujeme.cz* [online]. © 2011-2014 [cit. 2015-01-10]. Dostupné z: <http://www.snizujeme.cz/slovník/neobnovitelne-zdroje-energie/>
- ŠRÁM, Radim. *Stanovisko Komise pro životní prostředí Akademie věd ČR k problematice tzv. „územních ekologických limitů těžby“ v Severočeské hnědouhelné pánvi*. Deník veřejné správy [online]. TRIADA, 2015 [cit. 2015-01-30]. Dostupné z: <http://www.dvs.cz/clanek.asp?id=6685215>
- ÚČETNÍ KAVÁRNA. Vývoj sazby daně z příjmů právnických osob. *Ucetnikavarna.cz* [online]. © 2014 [cit. 2014-11-15]. Dostupné z: <http://www.ucetnikavarna.cz/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnickych-osob/>
- VŠE. České oceňovací standardy. *Iom.vse.cz* [online]. © 2014 [cit. 2014-08-17]. Dostupné z: <http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/ceske-ocenovaci-standardy/>
- Výroční zpráva společnosti Severní Energetická, a.s. z roku 2013 [online]. Dostupné z: <http://www.sev-en.cz/cz/spolecnost/index.html>
- Výroční zpráva společnosti Vršanská uhelná, a.s. z roku 2013 [online]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=25061>

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

Výroční zprávy společnosti Czech Coal, a.s. z let 2009 - 2013 [online]. Dostupné z:
<http://www.czechcoal.cz/cz/profil/ccg/rz/index.html>

Výroční zprávy společnosti Sokolovská uhelná, a.s. z let 2009 - 2013 [online]. Dostupné z:
<http://www.suas.cz/file/list>

7 Přílohy

Seznam příloh:

Příloha č. 1 - Vertikální analýza aktiv Skupiny

Příloha č. 2 - Horizontální analýza aktiv Skupiny

Příloha č. 3 - Vertikální analýza pasiv Skupiny

Příloha č. 4 - Horizontální analýza pasiv Skupiny

Příloha č. 5 - Vertikální analýza Výkazů zisků a ztrát vzhledem k celkovým výnosům Skupiny

Příloha č. 6 - Horizontální analýza Výkazů zisků a ztrát Skupiny

Příloha č. 7 - Výkaz zisků a ztrát pro prognózované období 2014 až 2018

Příloha č. 8 - Rozvaha pro prognózované období 2014 až 2018

Příloha č. 9 - Výkaz zisků a ztrát pro prognózované období do konce životnosti

Příloha č. 10 - Rozvaha pro prognózované období do konce životnosti

Příloha č. 11 - Výpočet FCFF pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny

Příloha č. 12 - Výpočet ukazatele EVA pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny

Příloha č. 13 - Ocenění metodou DCF entity při FCFF k 31.12.2013 pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny

Příloha č. 14 - Ocenění metodou EVA k 31.12.203 pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny

Příloha č. 1 - Vertikální analýza aktiv Skupiny

AKTIVA	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý hmotný majetek					
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto	103,37%	112,71%	131,75%	137,21%	144,74%
Oprávky a opravné položky k majetku	-59,94%	-62,91%	-70,67%	-73,07%	-78,00%
Dlouhodobý hmotný majetek, netto	43,43%	49,80%	61,09%	64,14%	66,75%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,80%	3,11%	1,37%	1,14%	2,63%
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	44,24%	52,91%	62,46%	65,28%	69,37%
Ostatní stálá aktiva					
Dlouhodobý finanční majetek	13,32%	12,27%	8,04%	5,52%	2,30%
Investice do přidružených společností	9,83%	10,04%	0,18%	0,18%	0,14%
Finanční aktiva s omezeným disponováním	6,55%	8,03%	9,30%	11,48%	12,20%
Dlouhodobé pohledávky, netto	1,23%	1,33%	1,40%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý nehmotný majetek, netto	0,08%	0,08%	0,13%	0,09%	0,10%
Ostatní stálá aktiva celkem	31,01%	31,74%	19,05%	17,27%	14,74%
Oběžná aktiva					
Peněžní prostředky a ekvivalenty	2,33%	1,16%	3,34%	7,61%	9,21%
Krátkodobý finanční majetek	13,57%	5,42%	3,19%	1,26%	0,94%
Pohledávky, netto	4,87%	5,51%	6,05%	6,44%	4,09%
Zásoby, netto	3,73%	2,75%	2,30%	1,97%	1,43%
Ostatní oběžná aktiva	0,17%	0,18%	0,21%	0,16%	0,21%
Finanční aktiva s omezeným disponováním	0,09%	0,32%	0,16%	0,01%	0,01%
Aktiva klasifikovaná jako držená k prodeji	0,00%	0,00%	3,24%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva celkem	24,75%	15,34%	18,49%	17,45%	15,88%
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 2 - Horizontální analýza aktiv Skupiny

AKTIVA	Δ 2010	Δ 2011	Δ 2012	Δ 2013
Dlouhodobý hmotný majetek				
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto	7,6%	11,7%	7,7%	2,3%
Oprávky a opravné položky k majetku	3,6%	7,3%	6,9%	3,5%
Dlouhodobý hmotný majetek, netto	13,1%	17,2%	8,6%	0,9%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	282,7%	-57,9%	-14,2%	124,2%
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	18,0%	12,8%	8,1%	3,1%
Ostatní stálá aktiva				
Dlouhodobý finanční majetek	-9,1%	-37,4%	-29,0%	-59,6%
Investice do přidružených společností	0,7%	-98,2%	3,4%	-26,2%
Finanční aktiva s omezeným disponováním	20,9%	10,6%	27,6%	3,1%
Dlouhodobé pohledávky, netto	6,5%	0,4%	-100,0%	-
Dlouhodobý nehmotný majetek, netto	0,0%	57,7%	-29,3%	10,3%
Ostatní stálá aktiva celkem	1,0%	-42,7%	-6,3%	-17,2%
Oběžná aktiva				
Peněžní prostředky a ekvivalenty	-50,8%	173,6%	135,8%	17,4%
Krátkodobý finanční majetek	-60,6%	-43,7%	-59,3%	-27,9%
Pohledávky, netto	11,7%	4,9%	10,1%	-38,5%
Zásoby, netto	-27,1%	-20,0%	-11,5%	-29,4%
Ostatní oběžná aktiva	7,0%	8,2%	-19,7%	28,3%
Finanční aktiva s omezeným disponováním	241,9%	-52,8%	-96,0%	0,0%
Aktiva klasifikovaná jako držená k prodeji			-100,0%	
Oběžná aktiva celkem	-38,8%	15,1%	-2,4%	-11,7%
AKTIVA CELKEM	-1,3%	-4,5%	3,4%	-3,0%

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 3 - Vertikální analýza pasiv Skupiny

PASIVA	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál					
Základní kapitál	26,77%	27,13%	28,40%	27,46%	28,32%
Rozdíly z přecenění	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Nerealizované zisky z přecenění finančních instrumentů, netto	0,30%	0,05%	1,95%	1,94%	1,35%
Hospodářský výsledek minulých období a běžného období	33,87%	36,31%	34,29%	34,46%	38,81%
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku celkem	60,96%	63,52%	64,67%	63,89%	68,50%
Nekontrolní podíl	0,07%	0,06%	0,04%	0,04%	0,00%
Vlastní kapitál celkem	61,03%	63,57%	64,71%	63,93%	68,50%
Dlouhodobé závazky					
Rezervy na sanace, rekultivace a důlní škody	19,09%	19,86%	20,24%	20,91%	20,52%
Odložený daňový závazek	3,43%	3,98%	2,80%	3,03%	2,97%
Ostatní dlouhodobé závazky	0,09%	0,10%	0,12%	0,11%	0,10%
Dlouhodobé závazky celkem	22,60%	23,94%	23,16%	24,06%	23,59%
Krátkodobé závazky					
Krátkodobé bankovní úvěry	11,21%	6,31%	2,37%	5,36%	0,00%
Závazky	4,08%	5,41%	8,92%	6,00%	6,78%
Závazky z daně z příjmů	0,39%	0,22%	0,29%	0,26%	0,61%
Ostatní krátkodobé závazky	0,70%	0,55%	0,55%	0,39%	0,52%
Krátkodobé závazky celkem	16,37%	12,49%	12,13%	12,01%	7,91%
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 4 - Horizontální analýza pasiv Skupiny

PASIVA	Δ 2010	Δ 2011	Δ 2012	Δ 2013
Vlastní kapitál				
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rozdíly z přecenění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nerealizované zisky z přecenění finančních instrumentů, netto	-83,2%	3570,6%	2,7%	-32,6%
Hospodářský výsledek minulých období a běžného období	5,8%	-9,8%	3,9%	9,2%
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku celkem	2,8%	-2,7%	2,2%	4,0%
Nekontrolní podíl	-13,0%	-30,0%	0,0%	-100,0%
Vlastní kapitál celkem	2,8%	-2,8%	2,2%	3,9%
Dlouhodobé závazky				
Rezervy na sanace, rekultivace a důlní škody	2,7%	-2,6%	6,8%	-4,8%
Odložený daňový závazek	14,4%	-32,7%	11,8%	-5,0%
Ostatní dlouhodobé závazky	16,7%	5,7%	2,7%	-13,2%
Dlouhodobé závazky celkem	4,5%	-7,6%	7,4%	-4,9%
Krátkodobé závazky				
Krátkodobé bankovní úvěry	-44,4%	-64,2%	133,9%	-100,0%
Závazky	30,9%	57,5%	-30,4%	9,5%
Závazky z daně z příjmů	-44,7%	27,4%	-6,5%	126,4%
Ostatní krátkodobé závazky	-22,5%	-3,8%	-26,1%	28,5%
Krátkodobé závazky celkem	-24,7%	-7,2%	2,4%	-36,1%
PASIVA CELKEM	-1,3%	-4,5%	3,4%	-3,0%

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 5 - Vertikální analýza Výkazů zisků a ztrát vzhledem k celkovým výnosům Skupiny

Výkaz zisku a ztrát	2009	2010	2011	2012	2013
Výnosy					
Výnosy z prodeje uhlí	91,92%	85,53%	92,82%	88,94%	88,81%
Ostatní výnosy	8,08%	14,47%	7,18%	11,06%	11,19%
Výnosy celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Náklady					
Opravy, údržba a ostatní služby	13,69%	16,84%	17,51%	18,95%	15,13%
Osobní náklady	20,58%	21,29%	21,68%	21,74%	20,84%
Odpisy	14,51%	16,15%	18,38%	20,68%	21,66%
Spotřebované náhradní díly a ostatní materiál	3,02%	9,17%	2,68%	3,56%	2,95%
Spotřeba energií	9,61%	9,86%	10,26%	9,37%	9,24%
Ostatní provozní náklady, netto	2,53%	1,80%	0,75%	2,75%	2,61%
Náklady celkem	63,94%	75,10%	71,25%	77,04%	72,43%
Ostatní výnosy/(náklady)					
Zisk/ztráta z investic do přidružených podniků	27,54%	2,46%	-25,65%	0,02%	0,02%
Odpis záporného goodwillu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zisk/ztráta z prodeje dceřiných společností a výměny podílu	0,00%	-0,37%	0,00%	0,24%	0,00%
Výnosové úroky	4,10%	2,98%	2,45%	2,17%	1,31%
Úročení rezervy na rekultivace a sanace	-2,74%	-2,34%	-2,53%	-2,46%	-1,89%
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto	-0,45%	0,05%	0,06%	0,63%	0,76%
Ostatní výnosy/(náklady) celkem, netto	28,45%	2,77%	-25,67%	0,59%	0,20%
Zisk před zdaněním	64,50%	27,68%	3,08%	23,55%	27,78%
Daň	-12,65%	-5,00%	-0,31%	-4,74%	-5,55%
Zisk po zdanění	51,85%	22,67%	2,77%	18,81%	22,22%

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 6 - Horizontální analýza Výkazů zisků a ztrát Skupiny

Výkaz zisků a ztrát	Δ 2010	Δ 2011	Δ 2012	Δ 2013
Výnosy				
Výnosy z prodeje uhlí	-5,09%	7,36%	-3,07%	8,56%
Ostatní výnosy	82,76%	-50,94%	55,83%	10,03%
Výnosy celkem	2,00%	-1,07%	1,16%	8,72%
Náklady				
Opravy, údržba a ostatní služby	25,46%	2,82%	9,51%	-13,19%
Osobní náklady	5,55%	0,74%	1,44%	4,21%
Odpisy	13,50%	12,60%	13,81%	13,92%
Spotřebované náhradní díly a ostatní materiál	209,82%	-71,09%	34,22%	-9,90%
Spotřeba energií	4,58%	2,95%	-7,55%	7,14%
Ostatní provozní náklady, netto	-27,66%	-58,82%	271,43%	3,21%
Náklady celkem	19,80%	-6,15%	9,39%	2,20%
Ostatní výnosy/(náklady)				
Zisk/ztráta z investic do přidružených podniků	-90,90%	-932,62%	200,00%	50,00%
Odpis záporného goodwillu				
Zisk/ztráta z prodeje dceřiných společností a výměny podílu		-100,00%		-100,00%
Výnosové úroky	-25,88%	-18,64%	-10,55%	-34,15%
Úročení rezervy na rekultivace a sanace	-12,79%	6,77%	-1,41%	-16,43%
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto	-112,00%	16,67%	928,57%	30,56%
Ostatní výnosy/(náklady) celkem, netto	-90,05%	-1015,24%	-102,32%	-62,69%
Zisk před zdaněním	-56,23%	-88,99%	673,12%	28,26%
Daň	-59,66%	-93,84%	1437,14%	27,51%
Zisk po zdanění	-55,40%	-87,92%	587,14%	28,45%

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 7 - Výkaz zisků a ztrát pro prognózované období 2014 až 2018 (v mil. Kč)

Výkaz zisků a ztrát	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Výnoy z prodeje uhlí	10 970	11 280	11 584	11 936	12 283	12 639
Ostatní výnosy	1 382	1 253	1 287	1 326	1 365	1 404
Výnosy celkem	12 352	12 533	12 872	13 263	13 648	14 044
Opravy, údržba a ostatní služby	-1 869	-2 068	-2 124	-2 188	-2 252	-2 317
Osobní náklady	-2 574	-2 632	-2 703	-2 785	-2 866	-2 949
Odpisy	-2 676	-2 507	-2 574	-2 653	-2 730	-2 809
Spotřebované náhradní díly a ostatní materiál	-364	-376	-386	-398	-409	-421
Spotřeba energií	-1 141	-1 253	-1 287	-1 326	-1 365	-1 404
Ostatní provozní náklady, netto	-322	-251	-257	-265	-273	-281
Náklady celkem	-8 946	-9 087	-9 332	-9 615	-9 895	-10 182
Provozní výsledek hospodaření	3 406	3 447	3 540	3 647	3 753	3 862
Výnosové úroky	162	134	136	138	140	142
Úročení rezervy na rekultivace a sanace	-234	-267	-271	-275	-279	-284
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto	94	94	94	94	94	94
Ostatní výnosy/(náklady) celkem, netto	25	-40	-42	-44	-46	-48
Zisk před zdaněním	3 431	3 407	3 498	3 604	3 708	3 814
Daň	-686	647	665	685	704	725
Zisk po zdanění	2 745	2 760	2 833	2 919	3 003	3 090

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 8 - Rozvaha pro prognózované období 2014 až 2018 (v mil. Kč)

Aktiva	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	22 249	22 666	23 371	24 177	24 980	25 152
Ostatní stálá aktiva						
Finanční majetek provozně potřebný		3 980	4 097	4 230	4 363	4 500
Finanční majetek provozně nepotřebný		554	415	311	234	175
Dlouhodobý nehmotný majetek	32	31	31	31	31	31
Ostatní stálá aktiva celkem	4 728	4 564	4 543	4 573	4 627	4 705
Oběžná aktiva						
Peněžní prostředky a ekvivalenty celkem	2 953	2 967	3 047	3 139	3 231	3 324
Peněžní prostředky a ekvivalenty provozně potřebné		494	508	523	538	554
Peněžní prostředky a ekvivalenty provozně nepotřebné		2 472	2 539	2 616	2 692	2 770
Krátkodobý finanční majetek	300	216	156	113	81	59
Pohledávky, netto	1 311	1 920	1 972	2 032	2 091	2 152
Zásoby, netto	460	443	438	433	427	420
Ostatní oběžná aktiva	68	61	61	61	61	61
Oběžná aktiva celkem	5 094	5 608	5 674	5 778	5 891	6 015
AKTIVA CELKEM	32 071	32 838	33 587	34 527	35 498	35 873

Pasiva	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vlastní kapitál						
Základní kapitál	9 081	9 081	9 081	9 081	9 081	9 081
Rozdíly z přecenění	9	9	9	9	9	9
Nerealizované zisky z přecenění finančních instrumentů	432	566	566	566	566	566
Hospodářský výsledek minulých období a běžného období	12 446	13 051	13 608	14 340	15 103	15 266
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku celkem	21 968	22 706	23 264	23 996	24 759	24 921
Nekontrolní podíl	0	0	0	0	0	0
Vlastní kapitál celkem	21 968	22 706	23 264	23 996	24 759	24 921
Dlouhodobé závazky						
Rezervy na sanace, rekultivace a důlní škody	6 580	6 679	6 779	6 881	6 984	7 089
Odložený daňový závazek	952	945	971	1 000	1 029	1 058
Ostatní dlouhodobé závazky	33	35	35	35	35	35
Dlouhodobé závazky celkem	7 565	7 659	7 784	7 915	8 047	8 182
Krátkodobé závazky						
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Neúročené závazky	2 174	2 472	2 539	2 616	2 692	2 770
Krátkodobé závazky celkem	2 538	2 472	2 539	2 616	2 692	2 770
PASIVA CELKEM	32 071	32 838	33 587	34 527	35 498	35 873

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 9 - Výkaz zisků a ztrát pro prognózované období do konce životnosti (v mil. Kč)

Výkaz zisků a ztrát	2017	2018	2019	2020 - 2049	2050
Výnoy z prodeje uhlí	12 283	12 639	12 639	12 639	12 639
Ostatní výnosy	1 365	1 404	1 404	1 404	1 404
Výnosy celkem	13 648	14 044	14 044	14 044	14 044
Opravy, údržba a ostatní služby	-2 252	-2 317	-2 317	-2 317	-2 317
Osobní náklady	-2 866	-2 949	-2 949	-2 949	-2 949
Odpisy	-2 730	-2 809	-2 809	-2 809	-2 809
Spotřebované náhradní díly a ostatní materiál	-409	-421	-421	-421	-421
Spotřeba energií	-1 365	-1 404	-1 404	-1 404	-1 404
Ostatní provozní náklady, netto	-273	-281	-281	-281	-281
Náklady celkem	-9 895	-10 182	-10 182	-10 182	-10 182
Provozní výsledek hospodaření	3 753	3 862	3 862	3 862	3 862
Výnosové úroky	140	142	142	142	142
Úročení rezervy na rekultivace a sanace	-279	-284	-284	-284	-284
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto	94	94	94	94	94
Ostatní výnosy/(náklady) celkem, netto	-46	-48	-48	-48	-48
Zisk před zdaněním	3 708	3 814	3 814	3 814	3 814
Daň	704	725	725	725	725
Zisk po zdanění	3 003	3 090	3 090	3 090	3 090

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 10 - Rozvaha pro prognózované období do konce životnosti (v mil. Kč)

Aktiva	2017	2018	2019	2020 - 2049	2050
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	24 980	25 152	25 152	25 152	25 152
Ostatní stálá aktiva					
Finanční majetek provozně potřebný	4 363	4 500	4 500	4 500	4 500
Finanční majetek provozně nepotřebný	234	175	175	175	175
Dlouhodobý nehmotný majetek	31	31	31	31	31
Ostatní stálá aktiva celkem	4 627	4 705	4 705	4 705	4 705
Oběžná aktiva					
Peněžní prostředky a ekvivalenty celkem	3 231	3 324	3 324	3 324	3 324
Peněžní prostředky a ekvivalenty provozně potřebné	538	554	554	554	554
Peněžní prostředky a ekvivalenty provozně nepotřebné	2 692	2 770	2 770	2 770	2 770
Krátkodobý finanční majetek	81	59	59	59	59
Pohledávky, netto	2 091	2 152	2 152	2 152	2 152
Zásoby, netto	427	420	420	420	420
Ostatní oběžná aktiva	61	61	61	61	61
Oběžná aktiva celkem	5 891	6 015	6 015	6 015	6 015
AKTIVA CELKEM	35 498	35 873	35 873	35 873	35 873

Pasiva	2017	2018	2019	2020 - 2049	2050
Vlastní kapitál					
Základní kapitál	9 081	9 081	9 081	9 081	9 081
Rozdíly z přecenění	9	9	9	9	9
Nerealizované zisky z přecenění finančních instrumentů	566	566	566	566	566
Hospodářský výsledek minulých období a běžného období	15 103	15 266	15 266	15 266	15 266
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku celkem	24 759	24 921	24 921	24 921	24 921
Nekontrolní podíl	0	0	0	0	0
Vlastní kapitál celkem	24 759	24 921	24 921	24 921	24 921
Dlouhodobé závazky					
Rezervy na sanace, rekultivace a důlní škody	6 984	7 089	7 089	7 089	7 089
Odložený daňový závazek	1 029	1 058	1 058	1 058	1 058
Ostatní dlouhodobé závazky	35	35	35	35	35
Dlouhodobé závazky celkem	8 047	8 182	8 182	8 182	8 182
Krátkodobé závazky					
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Neúročené závazky	2 692	2 770	2 770	2 770	2 770
Krátkodobé závazky celkem	2 692	2 770	2 770	2 770	2 770
PASIVA CELKEM	35 498	35 873	35 873	35 873	35 873

Zdroj: Konsolidované finanční výkazy Skupiny z let 2009 až 2013, vlastní výpočty

Příloha č. 11 - Výpočet FCFF pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny (v mil. Kč)

FCFF pro druhé prognózované období	2017	2018	2019 až 2049	2050
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	3 753	3 862	3 862	3 862
Upravená daň	713	734	734	734
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění	3 040	3 128	3 128	3 128
Odpisy	2 730	2 809	2 809	2 809
Investice do provozně potřebného dlouhodobého majetku	-3 665	-3 117	-3 117	-3 117
Investice do provozně potřebného pracovního kapitálu	-8	-9	-9	-9
FCFF	2 097	2 811	2 811	2 811

Zdroj: vlastní výpočty

Příloha č. 12 - Výpočet ukazatele EVA pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny (v mil. Kč)

Název položky	2018	2019	2020 až 2022	2023 až 2027	2028 až 2038	2039 až 20150
NOPAT	3 128	3 128	3 128	3 128	3 128	3 128
NOA	30 101	30 101	30 101	30 101	30 101	30 101
WACC*NOA t-1	3 091	3 122	3 122	3 122	3 122	3 122
EVA	38	6	6	6	6	6
Diskontovaná EVA	23	4	3	2	1	0

Zdroj: vlastní výpočty

Příloha č. 13 - Ocenění metodou DCF entity při FCFF k 31.12.2013 pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny (v mil. Kč)

Ocenění Skupiny metodou DCF entity k 31.12.2013	Hodnota
Současná hodnota provozních aktiv 1. fáze	25 005
Současná hodnota 2. fáze	0
Výsledná provozní hodnota podniku brutto	25 005
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	633
Provozně nepotřebná aktiva	3 528
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	27 901
Hodnota akcie (v Kč)	3 073
Účetní hodnota vlastního kapitálu	21 968

Zdroj: vlastní výpočty

Příloha č. 14 - Ocenění metodou EVA k 31.12.2013 pro druhé prognózované období do konce životnosti Skupiny (v mil. Kč)

Ocenění Skupiny metodou EVA k 31.12.2013	Hodnota
Hodnota první fáze	262
Hodnota druhé fáze	0
MVA	262
NOA k datu ocenění	26 005
Výsledná provozní hodnota podniku brutto	26 267
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	633
Provozně nepotřebná aktiva	3 528
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	29 162

Zdroj: vlastní výpočty