



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY (ÚE)

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

STANOVENÍ TRŽNÍ HODNOTY PODNIKU

ESTIMATION OF THE COMPANY MARKET VALUE

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. TOMÁŠ RICHTIG

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.

BRNO 2007

Zde má být zadání diplomové práce

LICENČNÍ SMLOUVA POSKYTOVANÁ K VÝKONU PRÁVA UŽÍT ŠKOLNÍ DÍLO

uzavřená mezi smluvními stranami:

1. Pan/paní

Jméno a příjmení: Bc. Tomáš Richtig
Bytem: Vondrákova 638/19, 635 00, Brno
Narozen/a (datum a místo): 11. 4. 1983

(dále jen „autor“)

a

2. Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská
se sídlem Kolejní 2906/4, 612 00, Brno
jejímž jménem jedná na základě písemného pověření děkanem fakulty:
doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D., ředitelka Ústavu ekonomiky
(dále jen „nabyvatel“)

Čl. 1 Specifikace školního díla

1. Předmětem této smlouvy je vysokoškolská kvalifikační práce (VŠKP):
- ☐ disertační práce
 - ☐ diplomová práce
 - ☐ bakalářská práce
 - ☐ jiná práce, jejíž druh je specifikován jako
- (dále jen VŠKP nebo dílo)

Název VŠKP: Stanovení tržní hodnoty podniku
Vedoucí/ školitel VŠKP: doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.
Ústav: Ústav financí
Datum obhajoby VŠKP: Červen 2007

VŠKP odevzdal autor nabyvateli v*:

- ☐ tištěné formě – počet exemplářů 1
- ☐ elektronické formě – počet exemplářů 1

* hodící se zaškrtněte

2. Autor prohlašuje, že vytvořil samostatnou vlastní tvůrčí činností dílo shora popsané a specifikované. Autor dále prohlašuje, že při zpracovávání díla se sám nedostal do rozporu s autorským zákonem a předpisy souvisejícími a že je dílo dílem původním.
3. Dílo je chráněno jako dílo dle autorského zákona v platném znění.
4. Autor potvrzuje, že listinná a elektronická verze díla je identická.

Článek 2

Udělení licenčního oprávnění

1. Autor touto smlouvou poskytuje nabyvateli oprávnění (licenci) k výkonu práva uvedené dílo nevýdělečně užít, archivovat a zpřístupnit ke studijním, výukovým a výzkumným účelům včetně pořizování výpisů, opisů a rozmnoženin.
2. Licence je poskytována celosvětově, pro celou dobu trvání autorských a majetkových práv k dílu.
3. Autor souhlasí se zveřejněním díla v databázi přístupné v mezinárodní síti
 - ☐ ihned po uzavření této smlouvy
 - ☐ 1 rok po uzavření této smlouvy
 - ☐ 3 roky po uzavření této smlouvy
 - ☐ 5 let po uzavření této smlouvy
 - ☐ 10 let po uzavření této smlouvy(z důvodu utajení v něm obsažených informací)
4. Nevýdělečné zveřejňování díla nabyvatelem v souladu s ustanovením § 47b zákona č. 111/ 1998 Sb., v platném znění, nevyžaduje licenci a nabyvatel je k němu povinen a oprávněn ze zákona.

Článek 3

Závěrečná ustanovení

1. Smlouva je sepsána ve třech vyhotoveních s platností originálu, přičemž po jednom vyhotovení obdrží autor a nabyvatel, další vyhotovení je vloženo do VŠKP.
2. Vztahy mezi smluvními stranami vzniklé a neupravené touto smlouvou se řídí autorským zákonem, občanským zákoníkem, vysokoškolským zákonem, zákonem o archivnictví, v platném znění a popř. dalšími právními předpisy.
3. Licenční smlouva byla uzavřena na základě svobodné a pravé vůle smluvních stran, s plným porozuměním jejímu textu i důsledkům, nikoliv v tísní a za nápadně nevýhodných podmínek.
4. Licenční smlouva nabývá platnosti a účinnosti dnem jejího podpisu oběma smluvními stranami.

V Brně dne:

.....
Nabyvatel

.....
Autor

Anotace

Diplomová práce je zaměřena na stanovení tržní hodnoty společnosti. Na základě provedené analýzy okolního prostředí a finanční analýzy podniku je navržen finanční plán a ocenění společnosti metodou diskontovaného peněžního toku.

Klíčová slova

oceňování podniku, tržní hodnota, metoda diskontovaného peněžního toku, náklady kapitálu, finanční analýza, finanční plánování

Annotation

This Master's thesis is focused on the assessment of the market value of a company. Based on the analysis of the company's surroundings and a financial analysis, a financial plan and the company's evaluation, using the method of discounted cash flow, are proposed.

Keywords

evaluation of a company, market value, method of discounted cash flow, costs of capital, financial analysis, financial planning

RICHTIG, T. *Stanovení tržní hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2007. 79 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, a že jsem v práci neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 25. května 2007

.....
podpis

Děkuji touto cestou doc. Ing. Márii Režňákové, CSc., za odborné vedení a cenné rady při vypracování diplomové práce, a Ing. Jiřímu Lidmilovi za poskytnuté podklady a konzultace.

OBSAH

ÚVOD.....	8
1 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE PRÁCE	10
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	11
2.1 Kategorie hodnoty.....	12
2.2 Důvody pro ocenění podniku.....	14
2.3 Subjekty zabývající se oceňováním	15
2.4 Postup při oceňování podniku.....	16
2.5 Metody oceňování podniku	17
2.6 Metoda diskontovaných peněžních toků.....	19
3 CHARAKTERISTIKA PODNIKU A ANALÝZA HOSPODAŘENÍ	23
3.1 Charakteristika makroekonomického prostředí společnosti	23
3.2 Charakteristika odvětví vodovodů a kanalizací	24
3.3 Charakteristika podniku	27
3.4 Analýza finančního zdraví podniku	32
3.4.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy	32
3.4.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	35
3.4.3 Cash flow společnosti	36
3.4.4 Analýza poměrových ukazatelů	37
3.4.5 Soustavy ukazatelů	41
3.4.6 Souhrnné hodnocení finanční situace podniku	42
4 NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU	44
4.1 Prognóza tržeb	44
4.2 Prognóza provozních nákladů.....	48
4.3 Plán čistého pracovního kapitálu	49
4.4 Plán investic do dlouhodobého majetku	51
4.5 Plánované účetní výkazy základní varianty finančního plánu.....	52
4.6 Optimistická varianta finančního plánu	56
5 NÁVRH TRŽNÍHO OCENĚNÍ	60
5.1 Stanovení diskontní míry pro metodu DCF	60
5.1.1 Model CAPM.....	61
5.1.2 Stavebnicová metoda	62
5.2 Ocenění podniku metodou DCF	65
ZÁVĚR	72
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	74
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ	76
SEZNAM TABULEK, GRAFŮ A OBRÁZKŮ.....	77
SEZNAM PŘÍLOH.....	79

ÚVOD

Přechod od plánovaného hospodářství k tržní ekonomice uvedl podnikatelské subjekty v České republice do prostředí volného trhu, které stojí na pravidlech hospodářského soutěžení a konkurenčního boje. V těchto podmínkách je prvořadým zájmem každého podniku vybudovat si co nejlepší pozici na trhu, která by zajišťovala splnění základního podnikového cíle, ospravedlňujícího vůbec jeho existenci. Tímto cílem je produktivní využití vloženého kapitálu k maximalizaci tržní hodnoty podniku, a tím i ke zvětšení bohatství vlastníků.

Změnou ekonomického systému vyvstala v ČR potřeba znát tržní hodnotu majetku v souvislosti s privatizací a přechodem majetku z rukou státu do vlastnictví soukromých subjektů.

Současná doba je charakteristická globalizací světové ekonomiky, vysoce konkurenčním prostředím, otevíráním nových trhů. Důsledkem je vytváření nadnárodních společností a koncentrace kapitálu jako reakce podnikové sféry na měnící se tržní podmínky s cílem dosáhnout významného postavení na trhu, a to nejen v národním, ale i celosvětovém měřítku.

Na druhé straně dochází k rozdělování stávajících podniků, vystupování společníků ze společností a k dalším situacím, které jsou doprovázeny změnou vlastnických vztahů. Nelze opomenout ani likvidaci a zánik společností a s tím spojené vypořádání nároků věřitelů.

V rozvinutých tržních ekonomikách je obvyklé, že na podnik je pohlíženo jako na zboží – zdroj užitku pro vlastníka, které je předmětem směny. S rozvojem tuzemské ekonomiky a jejím přibližováním se vyspělým tržním ekonomickým systémům lze očekávat, že i u nás se bude postupně rozšiřovat trh s podniky.

Hodnota podniku je významným nástrojem finančního řízení a kritériem pro strategická rozhodnutí a záměry managementu. Současně je také měřítkem hodnocení úspěšnosti práce managementu vlastníky podniku.

Výše uvedené skutečnosti naznačují význam problematiky oceňování podniků. Složitost stanovení hodnoty vychází z jedinečnosti každého podniku a individuálního vnímání užité hodnoty podniku jako ekonomického statku, které závisí na očekávání

budoucích výsledků podniku, a tudíž se v čase mění. V prostředí České republiky je stanovení hodnoty podniku navíc ovlivněno odlišnými podmínkami, zejména je to nerozvinutý kapitálový trh, malé zkušenosti oceňovatelů a nejednotnost metodiky oceňování.

Ocenění je nutné věnovat náležitou pozornost, neboť strategická rozhodnutí např. o koupi či prodeji podniku, učiněná na základě nesprávně stanovené hodnoty, mohou podniku či investorovi způsobit nenahraditelné škody.

1 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE PRÁCE

Soudobá teorie a praxe oceňování nabízí širokou škálu metod pro ocenění podniku. Cílem ocenění je vyjádření hodnoty určitou finanční částkou. Hodnota podniku jakožto funkčního hospodářského celku závisí na budoucím užitku, který plyne z držení podniku jeho vlastníky. Tímto užitek jsou výnosy. To ostatně vyplývá i z § 2 obchodního zákoníku, který podnikání definuje jako soustavnou činnost prováděnou samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku. Z tohoto pohledu lze považovat výnosové metody oceňování podniku za stěžejní.

Diplomová práce si klade za cíl stanovit tržní hodnotu konkrétního podniku. Stabilně dosahované příznivé ekonomické výsledky a předmět podnikání společnosti opravňují k předpokladu dlouhodobého pokračování v činnosti, a předurčují tedy použití výnosových metod ocenění. Hodnota podniku bude stanovena pomocí v praxi zřejmě nejpoužívanější výnosové metody – metody diskontovaného peněžního toku (discounted cash flow, DCF), ve variantě DCF entity.

Hlavní cíl byl východiskem pro formulaci dílčích cílů diplomové práce:

- charakterizovat podnik a prostředí, v němž působí, a provést analýzu hospodaření podniku,
- navrhnout finanční plán podniku,
- za základě navrženého finančního plánu provést odhad tržní hodnoty podniku metodou diskontovaných peněžních toků.

Hodnota podniku bude stanovena k 31. 12. 2005. Tržní hodnota má vyjadřovat budoucí užitek podniku očekávaný trhem, proto odhad hodnoty a vstupní veličiny potřebné k jeho provedení (finanční plán, diskontní míra) budou založeny na tržním očekávání budoucího vývoje podniku.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty. Avšak 'podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Z toho plyne závěr, že neexistuje jediné, obecně platné a správné univerzální ocenění.' (5, str. 6)

Výše uvedené vyplývá především ze skutečnosti, že pohled na užitek plynoucí z držení podniku je subjektivní. Užité hodnota závisí na možnostech a záměrech konkrétního vlastníka a rovněž na jeho schopnostech tyto záměry uskutečnit. Užitek přitom může mít i nefinanční povahu (respekt okolí, vliv, důvěryhodnost), a je proto obtížně postihnutelný.

V závislosti na očekávání budoucích užitků plynoucích z držení podniku se jeho hodnota v čase mění. Proto i ocenění má omezenou platnost a lze je stanovit pouze k určitému časovému okamžiku, a to s ohledem na stabilitu vnějšího i vnitřního prostředí podniku.

Hodnota podniku není totožná s jeho cenou. Cena je obecně výsledkem střetu nabídky a poptávky na trhu. To však v případě podniku většinou neplatí, neboť nedochází k soustředování nabídky a poptávky a k obchodu dochází na základě individuálního jednání. Cena podniku je navíc ovlivňována dalšími faktory, jako např. časová nebo finanční tíseň prodávajícího nebo kupujícího, psychologické faktory (preference), nebo osobní vztahy mezi subjekty obchodu. Hodnota podniku tak představuje odhad pravděpodobné ceny vzhledem k očekávanému budoucímu užitku podniku.

Výsledek procesu oceňování podniku je závislý na mnoha faktorech, a to především na účelu ocenění, subjektu, z jehož hlediska je ocenění prováděno, množství a kvalitě dostupných informací, schopnostech a zkušenostech oceňovatele. (5)

2.1 Kategorie hodnoty

V této kapitole budou nastíněny základní přístupy k oceňování podniku.

1. Tržní hodnota

Východiskem tržní hodnoty je představa existujícího trhu s podniky, případně trhu s podíly na vlastním kapitálu podniků, kde působí více kupujících a prodávajících, a vytvářejí se tak podmínky pro vznik tržní ceny.

Definice tržní hodnoty podle mezinárodních oceňovacích standardů, které vydává International Valuation Standards Committee, říká, že 'tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.' (in 10, str. 18)

Jde tedy o odhad ceny, za kterou trh v daném okamžiku očekává provedení směny za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své stávající činnosti, která je nejlepším možným využitím podniku jako celku.

Tržní hodnota tedy vyjadřuje pohled trhu, názor jakéhosi průměrného investora (vlastníka) na budoucí vývoj podniku a užitek spojený s jeho držením.

2. Subjektivní hodnota

Subjektivní (investiční) hodnota vychází z již zmíněného chápání podniku jako jedinečného aktiva z pohledu konkrétního subjektu. Hodnota je tedy dána subjektivně očekávanými budoucími užitky plynoucími z držení podniku pro konkrétního kupujícího nebo prodávajícího a vychází z jeho konkrétních cílů a záměrů. (10)

3. Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota tvoří protipól subjektivní hodnoty. 'Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím

výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění.' (10, str. 22)

Metoda ocenění, jejímž výsledkem má být objektivizovaná hodnota, by tedy měla být jednoznačná a srozumitelná. Předpokládá se stávající využití podniku, setrvání managementu a změny jsou uvažovány pouze v rozsahu zřejmém a prokazatelném k datu ocenění.

Objektivizovaná hodnota se v oceňování podniku objevuje především v souvislosti s metodou kapitalizovaných čistých výnosů, hojně používanou v německy mluvících zemích.

4. Komplexní přístup na základě Kolínské školy

'Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.' (10, str. 24) Je založena na subjektivním ocenění podniku. Při koupi a prodeji podniku proti sobě vždy stojí subjektivní hodnoty konkrétního kupujícího a prodávajícího.

Za základní funkce oceňování jsou považovány funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační, daňová. Z názvů funkcí vyplývá i jejich obsah. Smyslem poradenské funkce je poskytnout informace o tzv. hraničních cenách pro kupujícího a prodávajícího, které jsou pro obě strany obchodu ještě akceptovatelné a vymezují prostor pro cenové jednání. Úkolem rozhodčí funkce je nalézt spravedlivou hodnotu v rámci rozpětí daného hraničními cenami vyvažující zájmy zúčastněných stran. (10)

Výsledkem ocenění podniku je stanovení jeho hodnoty. Účel oceňování je určující pro kategorii hodnoty. Tržní a objektivizovaná hodnota se použijí v případě, kdy by výsledná hodnota neměla záviset na konkrétním subjektu. Tržní hodnota je vyjádřením průměrného očekávání trhu a je výsledkem oceňování při uvádění podniku na burzu nebo pro odhad pravděpodobné prodejní ceny podniku. Objektivizované ocenění je založeno převážně na nesporných faktech a současnosti a je použito např. při poskytování úvěru nebo zjišťování současné reálné bonity podniku. Naproti tomu subjektivní hodnota je výsledkem při ocenění pro konkrétní subjekt. Jde o posouzení

výhodnosti koupě nebo prodeje podniku nebo rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. Rozhodčí hodnota určená dle přístupu Kolínské školy má význam tehdy, je-li třeba vyvažovat zájmy zúčastněných stran. (10)

2.2 Důvody pro ocenění podniku

Zákonné motivy vedoucí k oceňování podniku vyplývají z ustanovení obchodního zákoníku. Jsou jimi:

- *oceňování nepeněžitého vkladu společníka* dle § 59. Podle odstavce 3 jmenuje znalece soud na návrh zakladatele resp. společnosti. Soud není návrhem osoby znalce vázán. Odměnu za zpracování posudku hradí společnost a je stanovována dohodou. V případě, že k dohodě nedojde, určí její výši soud. Odstavec 4 upravuje minimální obsah posudku, který musí obsahovat alespoň popis nepeněžitého vkladu, použité způsoby ocenění a částku, kterou se vklad oceňuje. Úprava týkající se jmenování znalce, jeho odměňování a obsahu znaleckého posudku platí obdobně i pro další ustanovení obchodního zákoníku, vyžadující vyhotovení znaleckého posudku,
- *stanovení výše vypořádacího podílu* dle § 61 – stanoví-li tak společenská smlouva, je výše vypořádacího podílu stanovena z čistého obchodního majetku na základě posudku znalce,
- *přeměna společnosti*, a to fúze dle § 69a, rozdělení dle § 69c, změna právní formy dle § 69d,
- dalšími případy jsou *přezkoumání zpráv o vztazích mezi propojenými osobami* podle § 66a, doložení přiměřenosti ceny nebo směnného poměru cenných papírů při *nabídce převzetí* a *nabídce na odkoupení* dle § 183a a dalších, doložení přiměřenosti protiplnění při uplatnění práva *výkupu akcií* (squeeze-out) podle § 183i a při *zrušení akciové společnosti s převodem jmění na akcionáře* podle § 220p, při *veřejném návrhu smlouvy* podle § 186a, *přezkoumání ovládací smlouvy nebo smlouvy o převodu zisku* podle § 190d, stanovení hodnoty majetku při *převodu mezi přízněnými osobami* podle § 196a.

Kromě výše uvedených jsou další zákonné předpoklady pro ocenění podniku dány zákonem č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku. Výsledkem aplikace zákonem uvedených postupů je zjištění administrativní ceny pro účely stanovené zvláštními předpisy. Cílem je zjišťování hodnoty majetku v případě, kdy nedochází k jeho prodeji, ale např. jako základ pro daňové a poplatkové účely, stanovení odměny notářů, náhrady při vyvlastnění.

Oceňování podniku ve smyslu zákona o oceňování majetku je upraveno v § 24, podle něhož se podnik oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků zjištěných podle tohoto zákona sníženým o ceny závazků. Pokud tak stanoví prováděcí vyhláška (540/2002 Sb.), lze podnik ocenit výnosovým způsobem jako součet diskontovaných budoucích čistých ročních výnosů podniku, případně kombinací uvedených způsobů ocenění. Vyhláška však postup zjištění výnosů a diskontování neobsahuje, oceňovatel postupující podle tohoto zákona tedy nemá možnost výnosovou metodu ocenění použít. Zákon připouští ocenění cenou sjednanou, a to v případě, kdy je sjednaná cena vyšší než cena zjištěná podle zákonem uvedených postupů.

Zřejmě nejčastějšími motivy pro oceňování podniku jsou změny vlastnických práv. Dalšími důvody může být např. ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru nebo jiných forem cizího kapitálu, pojištěním podniku, nebo pro účely hodnocení výsledků práce managementu.

2.3 Subjekty zabývající se oceňováním

Současná právní úprava umožňuje v závislosti na účelu ocenění provádět tuto činnost soudním znalcům a odhadcům majetku. Významný rozdíl mezi znalcem a odhadcem vyplývá z toho, že znalci provádí ocenění pro účely řízení před státními orgány a v souvislosti s právními úkony občanů a organizací, tedy i v případech, kdy znalecký posudek vyžaduje obchodní zákoník. Přitom smí ocenění provádět i mimo řízení, tedy na komerčním principu pro soukromý sektor. Odhadci naproti tomu vykonávají ocenění výlučně pro soukromoprávní účely. (13)

Činnost znalců a znaleckých ústavů upravuje zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících. Znalci jsou jmenováni ministrem spravedlnosti, případně předsedou krajského soudu. Jsou zapsáni do seznamu znalců a tlumočníků vedeného krajským soudem. Znalcem lze jmenovat osobu splňující podmínku českého státního občanství, která má potřebné znalosti a zkušenosti v oboru, v němž má jako znalec působit.

Odhadce vykonává svoji činnost na základě zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání. Oceňování majetku pro věci movité, nemovité, nehmotný majetek, finanční majetek a podnik je koncesovanou živností, pro jejíž udělení je kromě všeobecných podmínek provozování živnosti nutné mít vysokoškolské vzdělání ve studijním oboru zaměřeném na oceňování. Smluvní vztahy odhadců podléhají úpravě obchodního zákoníku.

2.4 Postup při oceňování podniku

Samotnému oceňování nezbytně předchází vymezení účelu, neboť jak již bylo uvedeno, z cíle ocenění vychází výběr metody nebo metod oceňování. Výsledek práce oceňovatele významnou měrou ovlivňuje rozsah a kvalita vstupních dat. Ta představují jak informace o samotném podniku tak i o jeho okolí – trzích, zákaznících, konkurenci, dodavatelích, ale v úvahu je nutno vzít i údaje o stavu a vývoji makroekonomického prostředí, v němž podnik působí.

Následná analýza dat je prováděna s cílem posoudit fungování a budoucí vývoj podniku. Zahrnuje analýzu vnějšího prostředí podniku, tedy analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku.

Na základě provedené analýzy je poté volena metoda ocenění. Analýza rovněž slouží k doložení a zdůvodnění postupu oceňovatele.

V případě použití výnosových metod ocenění je dalším navazujícím krokem sestavení finančního plánu společnosti.

Aplikací zvolených modelů oceňování je získána hodnota podniku. Obvykle se v praxi používá více metod a výsledné ocenění je syntézou dílčích výsledků. Významným prvkem je okamžik, ke kterému je hodnota podniku stanovena, neboť ocenění je založeno pouze na do té doby známých a platných informacích, a v případě

změny uvnitř podniku nebo v jeho okolním prostředí je nutné tyto změny do hodnoty podniku promítnout.

Postup oceňování a hloubka provedení výše uvedených navazujících činností závisí na konkrétních podmínkách podniku, kategorii hodnoty a zvolených metodách ocenění.

2.5 Metody oceňování podniku

Teorie oceňování rozlišuje tři základní okruhy oceňovacích metod. Volba použité metody vychází z funkce ocenění. Vhodným postupem je vyjádření hodnoty podniku na základě použití více metod.

Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)
Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
Kombinované (korigované) výnosové metody
Metoda ekonomické přidané hodnoty
Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)
Ocenění na základě tržní kapitalizace
Ocenění na základě srovnatelných podniků
Ocenění na základě srovnatelných transakcí
Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)
Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
Likvidační hodnota
Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Tabulka 1: Přehled základních metod pro oceňování podniku (10, str. 29)

Výnosové metody

Výnosové metody vychází z toho, že hodnota statku je dána očekávaným užitek plynoucím jeho majiteli. V případě podniku jsou tímto užitek budoucí

výnosy. S ohledem na to, jaká veličina je pod těmito výnosy uvažována, se rozlišují jednotlivé výnosové metody. Základní otázkou výnosových metod je určení užitku v podobě příjmů plynoucích z podniku. Jejich diskontováním je pak získána hodnota podniku.

Důležitou zásadou je věcný soulad mezi vymezenými příjmy a diskontní mírou použitou k jejich převedení na současnou hodnotu. Má-li být výsledkem ocenění vyjádření tržní hodnoty, pak ocenění vychází z výnosů, které u podniku očekává trh. Ty jsou pak diskontovány obvyklou trhem požadovanou mírou výnosnosti. V případě subjektivního oceňování jsou zdrojem ocenění výnosy očekávané konkrétním subjektem diskontované jeho požadovanou výnosností. Při objektivizovaném ocenění jsou brány v úvahu výnosy, které budou průkazně dosaženy.

Tržní metody

V rámci metod založených na analýze trhu můžeme při určování hodnoty podniku rozeznat dvě základní tendence, a to přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnání. Předpokladem jejich použití je rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky a dostatek spolehlivých dat a informací o cenách zaplacených za podniky, což jsou současně limitující faktory pro využívání těchto metod v českém prostředí. (10)

Majetkové ocenění

'Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku.' (10, str. 281) Majetková hodnota podniku je tvořena souhrnem individuálně oceněných položek majetku, od nichž jsou odečteny individuálně oceněné závazky. Metody tedy kladou důraz především na majetkovou stránku podniku. Podle toho, zda je předpokládána trvalá existence podniku, nebo ne, je majetková hodnota pojímána na úrovni historických nebo reprodukčních cen nebo jako likvidační hodnota. Likvidační hodnota má své opodstatnění v případě oceňování podniků s omezenou životností, ztrátových podniků nebo jako odhad dolní hranice hodnoty podniku.

2.6 Metoda diskontovaných peněžních toků

V současné oceňovací praxi mají metody diskontovaných peněžních toků (DCF) největší užití. Peněžní toky jsou reálným příjmem, a tedy reálným vyjádřením užitku z podniku. Podle toho, s jakými peněžními toky pracují, se rozlišují 3 základní varianty metody DCF:

- *metoda entity*, která vychází z peněžních toků určených pro vlastníky a věřitele. Jejich diskontováním je zjištěna hodnota podniku jako celku a po odečtení hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění je získána hodnota vlastního kapitálu podniku,
- *metoda equity*, která vychází z peněžních toků pro vlastníky podniku. Diskontováním je tak zjištěna přímo hodnota vlastního kapitálu,
- *metoda APV*, v níž je zjištěna hodnota podniku jako celku jako součet hodnoty podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Odečtením cizího kapitálu je dosažena hodnota vlastního kapitálu podniku. (10)

Metoda DCF entity je považována za metodu základní. Východiskem pro aplikaci je strategická a finanční analýza a od nich se odvíjející finanční plán. Hodnota podniku je chápána na úrovni investovaného kapitálu, tedy z pohledu pasiv jako součet vlastního kapitálu a cizího úročeného kapitálu, nebo z pohledu aktiv jako součet majetku krytého zpoplatněnými zdroji financování. Přitom jsou brána v potaz pouze provozně nutná aktiva, která slouží k zajištění hlavního provozu podniku. Aktiva provozně nenutná, která nesouvisí se základní činností podniku, jsou oceňována samostatně a jejich hodnota je v závěru oceňovacích prací přičtena k hodnotě provozní části podniku.

Základem pro určení peněžních toků je peněžní tok plynoucí z provozní činnosti. Odečtením investic potřebných k dosahování budoucích peněžních toků je získán volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele. Ten vyjadřuje, kolik peněz je možno z podniku odčerpat, aniž by tím byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem pro jeho určení je plánovaný provozní výsledek hospodaření upravený o náklady a výnosy

spojené s neprovozní částí majetku. Volné cash flow je pak vypočteno způsobem uvedeným v následující tabulce.

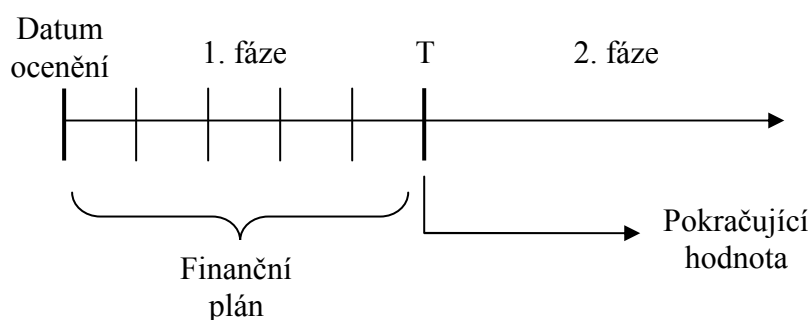
Upravený provozní HV po zdanění
+ Odpisy provozně nutného majetku
– Investice do provozně nutných aktiv
Volné cash flow

Tabulka 2: Výpočet volného peněžního toku

Hodnota investovaného kapitálu je získána diskontováním volných peněžních toků. Po následném odečtení hodnoty úročených cizích zdrojů financování a přičtení hodnoty neprovozních aktiv ke dni ocenění je výsledkem hodnota vlastního kapitálu podniku. (10)

Diskontní mírou jsou v případě metody DCF entity průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), které vyjadřují průměrnou cenu kapitálu poskytnutého podnikem vlastníky a věřiteli.

Obtížnost plánování peněžních toků v jednotlivých letech pro dlouhé období fungování podniku vedla v praxi k uplatnění dvoufázové metody. První fáze zahrnuje období, v němž je možné stanovit odhad volných peněžních toků na základě finančního plánu. Navazující druhá fáze trvá do nekonečna a hodnota podniku za období druhé fáze je označována jako pokračující hodnota. (10)



Obrázek 1: Dvoufázová metoda

Hodnota podniku jako celku podle dvoufázové metody se vypočítá podle vztahu:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{PH}}{(1 + \text{WACC})^T}$$

kde: T = délka první fáze v letech,

FCF_t = volné cash flow v roce t ,

PH = pokračující hodnota.

Odhad pokračující hodnoty je založen na předpokladu stability vývoje podniku ve druhé fázi. Běžně se pokračující hodnota určuje na základě Gordonova vzorce jako současná hodnota nekonečné řady peněžních toků. Vztah pro výpočet pokračující hodnoty k okamžiku ukončení první fáze:

$$\text{PH} = \frac{\text{FCF}_{T+1}}{(\text{WACC} - g)}$$

kde g = předpokládané tempo růstu volného cash flow v průběhu druhé fáze.

Odhadované free cash flow pro první rok druhé fáze se stanoví z volného peněžního toku v posledním roce 1. fáze (pokud tento neobsahuje nějaké mimořádné skutečnosti, platné pouze pro daný rok) s ohledem na předpokládané tempo růstu. Gordonův vzorec lze použít i za předpokladu nulového tempa růstu.

Pokračující hodnota může být stanovena i jinými způsoby např. jako likvidační hodnota v případě plánovaného ukončení činnosti podniku, jako účetní hodnota nebo jako tržní hodnota na základě zvoleného multiplikátoru (P/E , tržní cena/účetní hodnota vlastního kapitálu). (10)

Z výše uvedeného popisu vyplývá složitost metody DCF, a rovněž okruh problémů spojených s její aplikací, které jsou platné obecně pro celou skupinu výnosových metod ocenění. Východiskem je vždy kompletní finanční plán. Ten musí být sestaven na podkladě strategické analýzy, zahrnující vlivy okolního prostředí

podniku, a analýzy finanční situace podniku. Obtížnost plánování je dána měnícím se vnějším prostředím podniku a jeho postavením na trhu.

Složitým úkolem pro oceňovatele je volba způsobu určení nákladů kapitálu – zejména vlastního kapitálu – a jejich stanovení. Přitom výsledek ocenění je velice citlivý na použitou výši diskontní míry. V praxi se pro určení nákladů vlastního kapitálu zřejmě nejčastěji využívá metoda CAPM, její použití v tuzemských podmínkách je však limitováno nízkou četností a spolehlivostí dat z kapitálového trhu. Obdobný dopad na výslednou hodnotu podniku jako diskontní míra má zvolené tempo růstu volného peněžního toku pro druhou fázi. Tempo růstu je spjato s obdobím ležícím za horizontem dlouhodobého finančního plánu, v době oceňování je proto těžké předjímat časově tak vzdálený stav ekonomiky, odvětví a postavení dotčeného subjektu ocenění.

Z tohoto výčtu nejzávažnějších problémů je patrné, že proces oceňování podniku je tvůrčí prací, zahrnující široký okruh činností, jejíž úroveň je podmíněna množstvím a kvalitou dostupných informací a znalostmi a zkušenostmi oceňovatele.

3 CHARAKTERISTIKA PODNIKU A ANALÝZA HOSPODAŘENÍ

3.1 Charakteristika makroekonomického prostředí společnosti

Protože oceňovaná společnost působí výhradně na území ČR, budu se v této části práce zabývat vybranými základními ukazateli vývoje české ekonomiky za období let 2001 – 2005. Hodnoty ukazatelů a odhad jejich vývoje v následujících letech uvádí tabulka.

Rok	Měrná jednotka						odhad	predikce	výhled
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Hrubý domácí produkt - reálně	mld. Kč	2242,9	2285,5	2367,8	2467,6	2617,6	2772,0	2911,0	3058,0
Hrubý domácí produkt - reálně	růst v %	2,5	1,9	3,6	4,2	6,1	5,9	5,0	5,0
Průměrná míra inflace	růst v %	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,4	3,0
Ceny průmyslových výrobců	růst v %	2,9	- 0,5	- 0,3	5,7	3,0	1,6	2,0	1,6
Míra nezaměstnanosti	průměr v %	8,1	7,3	7,8	8,3	7,9	7,2	6,7	6,5
Průměrná měsíční mzda - nominální	Kč	14793	15866	16917	18035	19030	20300	21600	23100
PRIBOR 3M	%	5,18	3,55	2,28	2,36	2,01	2,30	2,80	2,90
CZK/EUR	průměr	34,08	30,81	31,84	31,90	29,78	28,34	27,70	27,20
CZK/USD	průměr	38,04	32,74	28,23	25,70	23,95	22,59	21,00	20,60

Tabulka 3: Přehled vybraných ukazatelů vývoje ekonomiky ČR (zprac. dle 9)

Vliv změn HDP na společnost je patrný u průmyslových odběratelů, kteří odebírají 35 – 40 % fakturované pitné vody a produkují asi čtvrtinu fakturovaných odpadních vod. Citelněji však působí zavádění nových technologií v průmyslu s nižší náročností na spotřebu vody a produkci odpadních vod. Vliv průmyslu na výsledky společnosti není vzhledem k charakteru provozovaných spotřebišť natolik významný jako u jiných vodárenských společností.

Inflace stanovená spotřebitelským košem není pro oblast VaK plně vypovídající. Na vývoj cen vodného a stočného mají vliv zejména ceny energií, materiálů, chemikálií,

pohonných hmot. Z tohoto pohledu se jeví jako vhodnější sledovat ceny průmyslových výrobců, které podle odhadů porostou pomaleji než v letech 2004 – 2005.

Jedním z významných vlivů na ceny vodného a stočného je situace na trhu práce a průměrná mzda, neboť mzdové náklady představují okolo 25 % celkových nákladů společnosti. Výše mezd je výsledkem kolektivního vyjednávání a pohybuje se nad úrovní průměrné měsíční mzdy v ČR.

Faktor směnných kursů koruny vůči světovým měnám není příliš významným. Společnost prodává pouze malou část zboží do zahraničí a jiné operace v cizích měnách prováděny nejsou. Podíl fakturace v cizích měnách na celkových tržbách je minimální. Očekávané stabilní makroekonomické prostředí je předpokladem pro zdravý vývoj společnosti.

3.2 Charakteristika odvětví vodovodů a kanalizací

Provozování vodovodů a kanalizací pro veřejnou potřebu jako součást vodního hospodářství je obecně prospěšnou činností, která má strategický a monopolní charakter. V důsledku toho vyžaduje obor výrazný vliv státu.

'Zásobování obyvatelstva pitnou vodou a odvádění a čištění odpadních vod jsou základním předpokladem pro kvalitu lidského života. Existence vodohospodářské infrastruktury a odpovídajících služeb je současně předpokladem dalšího sociálního i ekonomického rozvoje na úrovni lokální, regionální, státní i globální. Zásobování pitnou vodou a odvádění odpadních vod je službou ve veřejném zájmu, poskytovanou v prostředí přirozeného monopolu.' (6, str. 9)

Po roce 1990 byla vlastnická práva a odpovědnost za obor vodovodů a kanalizací přenesena do působnosti měst a obcí. Proces transformace vlastnických práv v oboru byl prakticky ukončen v roce 1997. V současné době se projevuje tendence ke koncentraci provozovatelské činnosti vodovodů a kanalizací do menšího počtu subjektů a narůstá podíl zahraničních společností na celkovém množství provozních organizací.

Na tuzemském trhu působí asi 1 200 provozovatelů vodárenské infrastruktury. Přibližně polovinu trhu však zabírá 7 největších vodárenských společností a 90 %

dodávek pitné vody a stejný objem odkanalizování zajišťuje 36 provozovatelů (údaje za rok 2004). (6, 15)

V roce 2005 bylo v České republice zásobováno z vodovodů 9,38 mil. obyvatel, tj. 91,6 % z celkového počtu obyvatel ČR, což je ve srovnání s vyspělými evropskými státy vysoká hodnota. V domech připojených na kanalizaci žilo 8,099 mil. obyvatel, tj. 79,1 % z celkového počtu obyvatel.

Délka vodovodní sítě se v uplynulých letech postupně zvýšila oproti roku 1989 asi o 60 % a v roce 2005 činila 69 358 km. Ještě výraznější nárůst je patrný u délky kanalizační sítě. Ta se od roku 1989 zdvojnásobila a v současnosti činí 36 233 km.

Vývoj základních ukazatelů a kapacity vodovodů a kanalizací znázorňuje tabulka.

Ukazatel	Měrná jednotka	Rok					
		1989	2001	2002	2003	2004	2005
Obyvatelé skutečně zásobovaní vodou z vodovodů	tis. obyv.	8537	8981	9156	9179	9346	9376
	%	82,4	87,3	89,8	90,0	91,6	91,6
Voda vyrobená z vodovodů	mil. m ³	1251	754	753	751	720	699
Specifické množství vody fakturované pro domácnost	l/os./den	171	104	103	103	102	98,9
	%	100,0	60,7	60,2	60,2	59,6	57,8
Obyvatelé bydlící v domech připojených na kanalizaci	tis. obyv.	7501	7706	7899	7928	7947	8099
	%	72,4	74,9	77,4	77,7	77,9	79,1
Vypouštění odpadní vody do kanalizace (bez vod srážkových)	mil. m ³	877,8	570,7	576,3	558,1	539,7	543,4
Čištění odpadní vody včetně vod srážkových	mil. m ³	897,4	841,4	846,2	782,7	821,5	841,5

Tabulka 4: Vývoj vybraných ukazatelů vodovodů a kanalizací v ČR (zprac. dle 19)

Z uvedených údajů je patrný dlouhodobý růst délky vodovodní a kanalizační sítě, růst počtu zásobených obyvatel pitnou vodou a růst počtu obyvatel připojených na kanalizaci. Tento trend vyplývá z vodohospodářské politiky státu a jejích základních strategických cílů, kterými jsou 'zabezpečení bezproblémového zásobování obyvatel nezávadnou a kvalitní pitnou vodou a efektivní likvidace odpadních vod bez negativních dopadů na životní prostředí a to za sociálně únosné ceny.' (6, str. 17)

Opačná situace je v oblasti výroby a spotřeby vody. Spotřeba vody zejména v důsledku nárůstu vodného a stočného, restrukturalizace průmyslu a užívání nových úsporných spotřebičů a zařízení poklesla o téměř 50 %. Domácnosti pak stále častěji nacházejí substituci pitné vody v balených stolních vodách a dalších alternativách.

Nízká efektivita trhu vyplývá z neuspokojivého stavu majetku, velkých nároků na investiční výstavbu, růstu cen vstupů a již zmiňovaného dlouhodobého poklesu odbytu. Efektivita provozu klesá rovněž rozšiřováním vodovodů a kanalizací do méně zalidněných spotřebišť s nižší výtěžností z infrastruktury. Důsledkem vysokých fixních nákladů oboru je proto dlouhodobá růstová tendence ceny.

Vodárenské společnosti působí v prostředí přirozeného monopolu podmíněného přírodními a geografickými podmínkami. V důsledku toho jsou značné rozdíly v technické a ekonomické úrovni jednotlivých společností. Rozdílné výchozí podmínky provozu (prostorové rozmístění spotřebišť, stupeň využívání vodárenských a kanalizačních kapacit) a dále míra prostředků vkládaných do obnovy a oprav infrastruktury, výše mzdových a režijních nákladů a výše odpisů způsobují značné rozdíly v ceně vodného a stočného účtovaného jednotlivými provozovateli vodovodů a kanalizací.

Od 1. 1. 2001 byly ceny vodného a stočného pro domácnosti a ostatní odběratele sjednoceny. Aby nedocházelo ke zneužívání monopolního postavení a byly naplněny základní strategické cíle oboru, je cena poskytovaných služeb regulována formou věcného usměrňování cen dle zásad stanovených zákonem č. 526/1990 Sb., o cenách ve znění pozdějších předpisů a vyhláškou č. 580/1990 Sb., kterou se provádí tento zákon.

Mimo cenu je odvětví VaK regulováno i v dalších oblastech vyplývajících ze zákona č. 274/2001 Sb., o vodovodech a kanalizacích pro veřejnou potřebu a o změně některých zákonů ve znění pozdějších předpisů. Nutnost regulace vyplývá z důvodu prosazování veřejných zájmů.

Zákon např. stanovuje vlastníkům infrastruktury zpracovávat majetkovou evidenci vodovodů a kanalizací a zpracovat a realizovat plán financování obnovy vodovodů nebo kanalizací, a to na dobu nejméně 10 kalendářních let, na vyžádání poskytovat údaje o technickém stavu infrastruktury. Ústřední evidenci údajů vede Ministerstvo zemědělství, které rovněž rozhoduje o konání technického auditu jakožto nástroje kontroly vlastníka a provozovatele VaK.

Vysoké investiční nároky na kvalitu a plynulost dodávání pitné vody a odvádění odpadních vod a rozvoj a obnovu vodohospodářské infrastruktury vyplývající z legislativy a implementace směrnic Evropské unie na jedné straně a zájem udržet ceny

poskytovaných služeb na sociálně přijatelné úrovni na straně druhé si vynucují zapojení dotační politiky státu a využívání finančních prostředků EU.

3.3 Charakteristika podniku

Oceňovaný podnik je významnou provozní vodárenskou společností. Působí na území okresů Blansko, Brno-venkov, Jihlava, Třebíč, Znojmo a Žďár nad Sázavou, což je velká část Jihomoravského kraje a kraje Vysočina.

Obchodní firma:

Sídlo:

Právní forma: utajeno

Datum vzniku:

Identifikační číslo:

Akcie a struktura akcionářů k 31. 12. 2005

Druh:	kmenové
Forma:	na majitele
Podoba:	zaknihovaná
Počet akcií:	221 858 ks
Připojené kupony:	ne
ISIN:	utajeno
Jmenovitá hodnota emise:	221 858 000 Kč
Jmenovitá hodnota akcie:	1 000 Kč

Majitel	% základního kapitálu	Počet akcií v ks
	50,31	111620
	33,35	73993
	6,61	14654
	1,33	2946
	1,13	2499
	1,09	2409
utajeno	0,43	960
	0,39	871
	0,32	713
	0,18	400
	0,12	277
	0,11	234
	0,09	200
	4,54	10082

Tabulka 5: Struktura akcionářů společnosti (25)

Správní a řídicí složkou společnosti je generální ředitelství tvořené úsekem generálního ředitele, technickým úsekem a ekonomickým úsekem. V dalším členění je pak společnost tvořena šesti lokálními provozními divizemi spolu s technickou divizí. Toto uspořádání je logické vzhledem k povaze provozované činnosti.

Průměrný přepočtený počet zaměstnanců společnosti se v posledních pěti letech mírně zvýšil, v roce 2005 činil 1162 osob.

Základními smluvními partnery společnosti jsou svazky měst a obcí, které jsou vlastníky vodohospodářské infrastruktury. Svazky získaly vodohospodářský majetek a současně i akcie společnosti od Fondu národního majetku v roce 1993, kdy byla společnost založena ze státního podniku. Na základě dlouhodobých smluv si vlastníci infrastruktury najímají společnost za účelem zajištění plynulého a bezpečného provozování vodovodů a kanalizací.

Mimo provozování VaK poskytuje společnost smluvním partnerům konzultační a poradenské služby zaměřené především na plánování obnovy a rozvoje vodohospodářské infrastruktury.

Úplný přehled předmětu podnikání společnosti je obsažen ve výpisu z obchodního rejstříku, který je přílohou 1 diplomové práce.

Základním posláním společnosti je ochrana zdraví člověka a péče o životní prostředí.

V rámci České republiky patří podnik z hlediska počtu zásobovaných obyvatel a délky provozované sítě mezi sedm největších provozovatelů vodovodů a kanalizací. Základní technické údaje o provozovaných vodovodech a kanalizacích a údaje o produkci a fakturaci vod v období let 2001 – 2005 uvádí tabulka.

Ukazatel	Měrná jednotka	Rok				
		2001	2002	2003	2004	2005
Počet zásobovaných obyvatel vodou	osoby	513294	513088	513810	515913	519754
Délka vodovodní sítě bez přípojek	km	4105	4187	4272	4365	4497
Počet obyvatel napojených na kanalizaci	osoby	353186	357683	362340	368743	375036
Délka kanalizační sítě bez přípojek	km	1325	1396	1538	1616	1686
Voda vyrobená k realizaci	tis. m ³	32167	32032	32717	32014	31511
Fakturovaná voda	tis. m ³	23744	23724	23879	23503	23323
Nefakturovaná voda - ztráty vody	tis. m ³	8423	8308	8838	8511	8188
Fakturovaná odpadní voda vč. srážkové	tis. m ³	19390	19962	20251	20078	20098
Množství čištěných odpadních vod	tis. m ³	34283	35548	30104	33022	32543

Tabulka 6: Základní technické a produkční údaje o provozovaných vodovodech a kanalizacích (zprac. dle 14)

Z tabulky vyplývá, že počet obyvatel zásobovaných pitnou vodou i počet obyvatel napojených na kanalizaci ve sledovaném období roste. V závěru roku 2005 provozovala společnost asi 6,5 % z celkové délky vodovodní sítě v ČR a zásobovala vodou 5,5 % obyvatel napojených na vodovod. Podíl na celkové délce kanalizace činil 4,7 % a odpadní voda byla odváděna od 4,6 % obyvatel napojených na kanalizaci.

Naproti tomuto pozitivnímu trendu v růstu provozované infrastruktury je v oblasti produkce a fakturace vod patrná dlouhodobá stagnace nebo i mírný pokles, zvláště pak u pitné vody a delším časovém měřítku. Důsledkem tohoto vývoje je postupné snižování efektivnosti provozované infrastruktury.

Společnost zajišťovala kompletní provoz vodovodů v 646 lokalitách a kanalizací v 209 lokalitách. V dalších 119 lokalitách byly zajišťovány dílčí smluvní činnosti v oblasti VaK (např. technologický dohled, monitoring jakosti pitné vody a kvality odpadních vod, zakázkové opravy sítí apod.). Ve sféře působnosti podniku bylo průměrně napojeno na vodovod 95,8 % bydlících obyvatel, na kanalizaci pak 89 %, což jsou v rámci České republiky nadprůměrná čísla.

Provozované spotřebiště se vyznačuje výrazně venkovským charakterem, neboť 61 % provozovaných obcí má méně než 500 obyvatel a 92 % obcí má méně než 2000 obyvatel. Z toho plyne snadná dostupnost obyvatelstva k individuálním zdrojům vody a nedostatečný rozvoj průmyslu a podnikatelských aktivit. Důsledkem je pak nízká úroveň efektivity provozu v porovnání s průměrem v tuzemských vodárenských společnostech, jak je patrné z následující tabulky¹.

Ukazatele výtěžnosti jsou výrazně nižší než činí průměr v ČR. Objem fakturované vody na 1 km vodovodní sítě v průměru o 36 % a objem odpadních vod na 1 km kanalizační sítě v průměru o 30 %.

Stejně tak ukazatele rozptýlenosti, které vyjadřují počet připojených obyvatel na 1 km provozované vodovodní nebo kanalizační sítě. Počet připojených obyvatel k vodovodu činí průměrně 80 %, ke kanalizaci 90 % průměru ČR.

Příčinou je právě již zmíněná velikostní skladba spotřebišť a z ní plynoucí nízká koncentrace obyvatel a průmyslu a možnost přístupu k individuálním zdrojům vody.

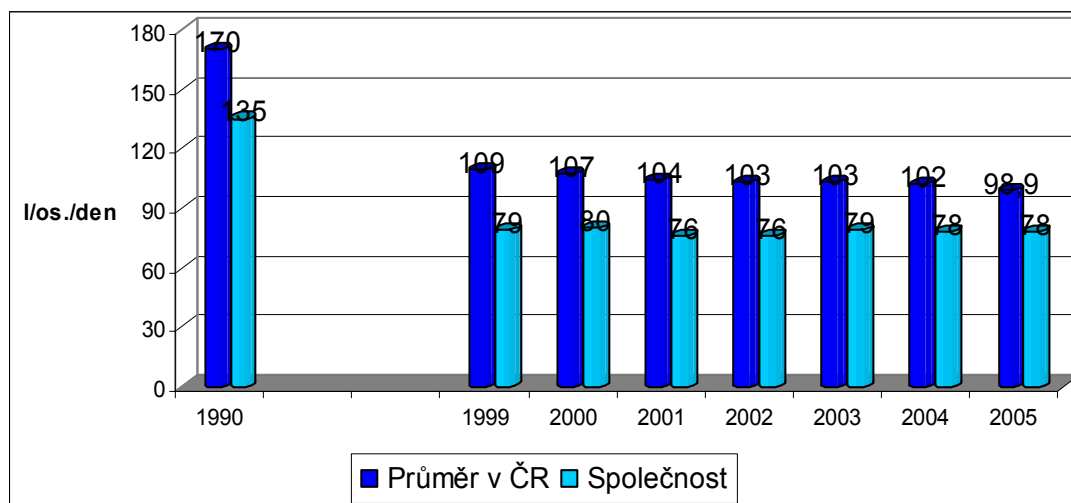
Ukazatel	Měrná jednotka	Rok				
		2001	2002	2003	2004	2005
Výtěžnost vodovodů - podnik	tis.m ³ /km	5,8	5,7	5,6	5,4	5,2
Výtěžnost vodovodů - ČR	tis.m ³ /km	9,5	9,4	9,0	8,0	7,7
Výtěžnost kanalizací - podnik	tis.m ³ /km	14,6	14,3	13,2	12,4	11,9
Výtěžnost kanalizací - ČR	tis.m ³ /km	23,5	21,5	19,4	16,2	15,0
Rozptýlenost vodovodů - podnik	obyv./km	125	123	120	118	116
Rozptýlenost vodovodů - ČR	obyv./km	159	157	150	137	135
Rozptýlenost kanalizací - podnik	obyv./km	267	256	236	228	222
Rozptýlenost kanalizací - ČR	obyv./km	317	294	275	239	224
Podíl nefakturované vody z vyrobené - podnik	%	26,2	25,9	27,1	26,6	26,0
Podíl nefakturované vody z vyrobené - ČR	%	28,5	26,9	26,5	24,2	24,0
Ztráty vody na 1 km řadů na den - podnik	m ³ /km/den	5,24	5,09	5,25	4,95	4,60
Ztráty vody na 1 km řadů na den - ČR	m ³ /km/den	9,14	8,36	7,78	6,11	5,77
Délka sítě na 1 zaměstnance - podnik	km/zam.	4,7	4,9	5,0	5,1	5,3

Tabulka 7: Srovnání ukazatelů efektivity (zprac. dle 19, 25)

Efektivita zaměstnanců společnosti posuzovaná délkou provozované vodovodní a kanalizační sítě na 1 zaměstnance má rostoucí trend, a to i přesto, že se podmínky provozování každoročně zhoršují.

¹ Míra poklesu hodnot za celou ČR v roce 2004 je ovlivněna změnou metodiky vykazování dat o oboru vodovodů a kanalizací Českým statistickým úřadem.

V oblasti ztrát vody vyjádřených podílem z vyrobené vody dosahuje společnost horších hodnot než je průměr v ČR, při vztažení ztrát vody na délku provozované sítě jsou však ztráty vody nižší. To je dáno nadprůměrnou délkou provozovaných sítí. Jednou z hlavních příčin ztrát vody je stáří provozovaného potrubí a z něj vyplývající poruchovost. Problematice ztrát vody je v podniku dlouhodobě věnována pozornost a jsou realizována opatření ke snížení úniku vody z potrubí.



Graf 1: Vývoj specifické spotřeby vody u domácností (zprac. dle 25)

Charakteru spotřebišť odpovídají i nižší hodnoty ukazatele specifické spotřeby vody, který vyjadřuje spotřebu pitné vody v litrech na osobu a den (o 20 – 30 % ve srovnání s průměrem v České republice).

Společnost působí v podmínkách, které jsou ve srovnání s ostatními velkými provozovateli vodovodů a kanalizací v ČR objektivně méně příznivé. Tyto podmínky se postupně ještě více zhoršují, neboť délka provozované infrastruktury se zvyšuje, a to zejména do méně zalidněných lokalit. Současně však dochází k dlouhodobému poklesu spotřeby vody, a to jak u domácností tak v průmyslu. Tento nepříznivý trend je však obecně platný v rámci celé České republiky.

Prioritou společnosti je dlouhodobé, spolehlivé a efektivní provozování vodovodů a kanalizací pro veřejnou potřebu. Ceny vodného a stočného jsou výsledkem jednání s vlastníky infrastruktury a jsou kompromisem mezi sociální únosností a tvorbou zdrojů pro investice do infrastruktury. Dlouhodobý růst cen je dán

legislativními požadavky na zvýšení kvality vod a z nich plynoucího zvyšování hodnoty infrastruktury, a tedy i provozních nákladů. I přes rozdíly v podmínkách provozování VaK udržuje společnost ceny na obdobné úrovni jako ostatní významné vodárenské společnosti.

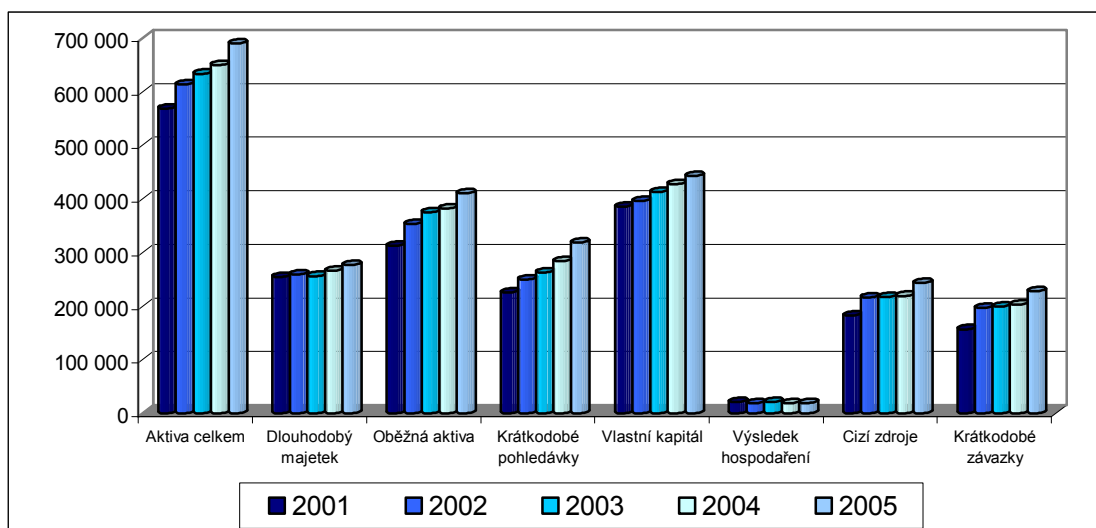
3.4 Analýza finančního zdraví podniku

Podkladem pro zpracování finanční analýzy podniku jsou účetní výkazy za období let 2001 – 2005, které jsou přílohami 2 – 4 diplomové práce.

3.4.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Z rozboru položek rozvahy vyplývá, že velikost majetku společnosti se v období od roku 2001 do roku 2005 zvyšovala, a to vlivem nárůstu stálých i oběžných aktiv. Tento trend je v souladu s rostoucím rozsahem provozované infrastruktury. Klesající tendenci má dlouhodobý nehmotný majetek podniku, zejména vlivem softwaru. Společnost plánuje uvést do provozu nový informační systém v roce 2008.

Rostoucímu rozsahu provozovaných sítí a napojených odběratelů odpovídá i vývoj oběžných aktiv, zejména krátkodobých pohledávek.



Graf 2: Vývoj vybraných položek aktiv a pasiv (v tis. Kč)

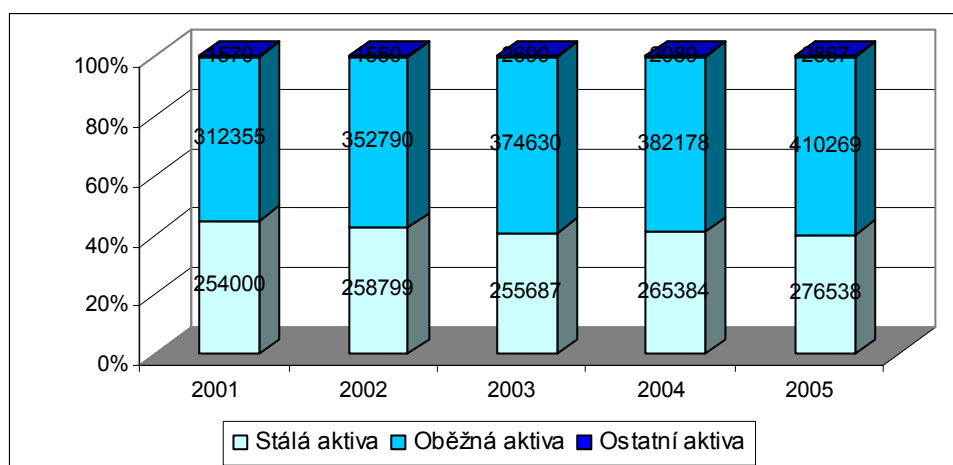
Na straně pasiv roste vlastní kapitál kumulací nerozděleného výsledku hospodaření. Společnost tvoří a čerpá rezervy na opravy v souladu s plánem oprav. Dále je tvořena rezerva na podnikatelská rizika vztahující se k probíhajícímu soudnímu sporu. Dlouhodobé závazky představuje odložený daňový závazek vypočtený z rozdílu mezi daňovou a účetní zůstatkovou cenou odepisovaného dlouhodobého majetku. Zvyšují se i krátkodobé závazky, zejména růstem přijatých záloh na vodné a stočné.

Struktura aktiv podává informace o tom, do jakého majetku společnost vložila kapitál. Z výsledků analýzy hodnoceného podniku je patrné, že majetková struktura se ve sledovaném období pouze mírně měnila ve prospěch oběžných aktiv. To je způsobeno zejména rychlejším nárůstem oběžných aktiv v roce 2002. V absolutních hodnotách stálá i oběžná aktiva společnosti rostou, tempo růstu oběžných aktiv je však rychlejší než tempo růstu dlouhodobého majetku.

Nejvýznamnější položku oběžných aktiv tvoří dohadné účty aktivní – nevyfakturovaná část dodané vody a odvedené odpadní vody.

Poměrně vysokou část svých aktiv má podnik uloženu ve formě pohotových peněžních prostředků na účtech v bankách (v jednotlivých letech je to cca 8 – 12 %). Z výkazu zisku a ztráty je patrné, že společnost volně finanční prostředky zhodnocuje, neboť vykazuje výnosové úroky. Jedná se o krátkodobé termínované vklady. Strategií firmy je využívat k financování aktiv primárně vlastní prostředky před cizími zdroji,

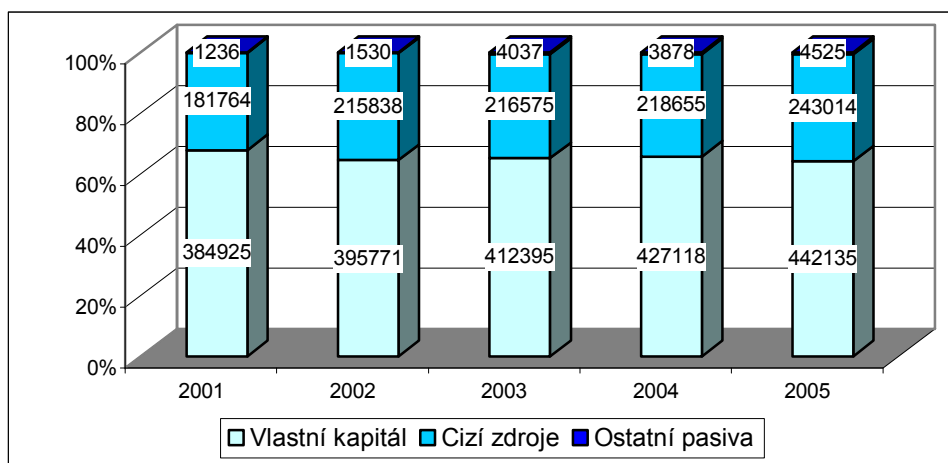
proto nejsou volné finanční prostředky investovány dlouhodoběji. Podnik tak preferuje stabilitu a vysokou likviditu.



Graf 3: Struktura aktiv společnosti (v %)

Na straně pasiv je patrný stabilní poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Majetek je financován z vlastních zdrojů z asi 65 %. Společnost přiděluje v souladu s kolektivní smlouvou část zisku do sociálního fondu za účelem provádění sociální politiky s cílem dlouhodobé stabilizace zaměstnanců. Dividendy nejsou s výjimkou dividend za rok 2001 (ve výši 18 Kč před zdaněním na akcii) vypláceny a zisk je ponecháván ve společnosti pro budoucí použití k financování investic.

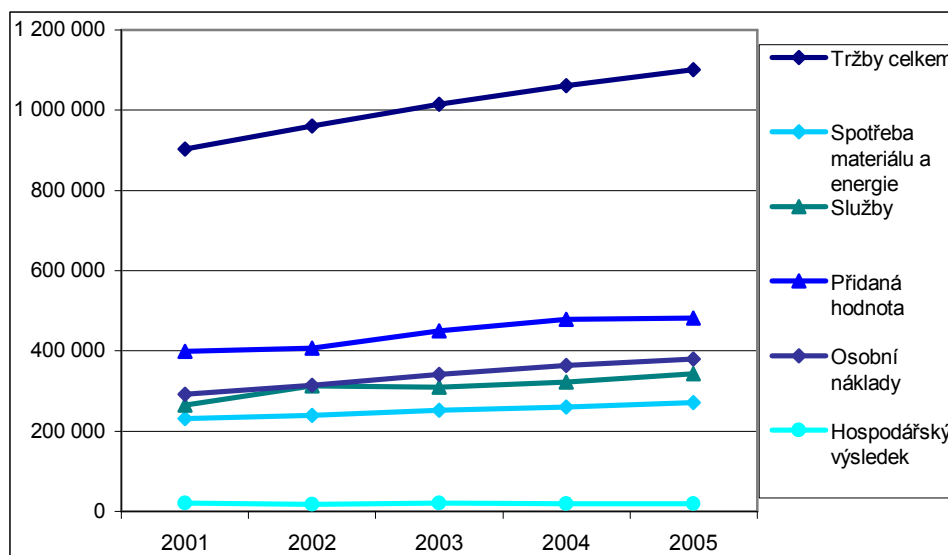
Cizí zdroje představují vedle rezerv a odloženého daňového závazku zejména krátkodobé závazky. Významnou položkou jsou vybrané zálohy na vodné a stočné, které se podílejí na krytí oběžného majetku – dohadné položky vodného a stočného.



Graf 4: Struktura pasiv společnosti (v %)

3.4.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tržby podniku ve sledovaném období každoročně rostou, tempo růstu se však snižuje vlivem klesající výtěžnosti z provozované infrastruktury. Rostoucí délka sítí má vliv na růst provozních nákladů – energie, materiál, dodavatelské opravy. Mzdové náklady se zvyšují podle výsledků kolektivního vyjednávání, přičemž se při zvyšování mezd zaměstnanců vychází z očekávané míry inflace. Významnou nákladovou položkou je nájemné hrazené vlastníků infrastruktury, které pro svazky představuje zdroj financování obnovy a rozvoje vodohospodářského majetku. Výše nájemného je sjednávána na rok dopředu a je provázána s cenou vodného a stočného. Podnik dosahuje stabilní výše provozního výsledku hospodaření s výjimkou roku 2001, kdy jeho velikost ovlivněna změnou způsobu účtování dohadných položek nevyfakturovaného vodného a stočného. Finanční výsledek hospodaření se snižuje a od roku 2003 je záporný. To je způsobeno růstem finančních nákladů a současně poklesem výnosů v důsledku snižování úrokových sazeb z termínovaných vkladů. Hospodářský výsledek po zdanění kolísá v analyzovaném období v rozmezí 18 – 20 mil. Kč.



Graf 5: Vývoj tržeb a nákladů společnosti (v tis. Kč)

Podíl vodného na výnosech z prodeje výrobků, zboží a služeb je stabilně okolo 53 %, stočné činí 35 % a zbývajících 12 % představuje prodej zboží a ostatní činnosti (laboratorní práce, stavebně-montážní činnost, inženýrská a projekční činnost apod.).

Struktura nákladů je rovněž poměrně stabilní s pozvolným růstem podílu osobních nákladů, které tvoří okolo 34 % celkových nákladů. Spotřeba materiálu a energie činí 25 % a nájemné infrastruktury 18 %.

3.4.3 Cash flow společnosti

Rok	2001	2002	2003	2004	2005
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	54 031	62 738	56 294	30 041	43 865
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-47 840	-40 987	-41 811	-43 066	-44 339
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-7 741	-7 484	-4 191	-3 114	-3 778
Čistý peněžní tok	-1 550	14 267	10 292	-16 139	-4 252

Tabulka 8: Peněžní toky (v tis. Kč)

Podnik vykazuje stabilně kladné provozní cash flow. Jeho výše je ovlivňována změnami pracovního kapitálu a krátkodobých závazků, zejména zálohových plateb vodného a stočného.

Investiční CF je záporné, společnost investuje do dlouhodobého majetku. Výše investic se pohybuje okolo 17 až 18 % z dlouhodobých aktiv, v posledních dvou letech převyšují investice odpisy dlouhodobého majetku.

Finanční cash flow je ovlivněno platbami na vrub fondů – pravidelnými přiděly do sociálního fondu, v roce 2001 pak navíc splátkou úvěru ve výši 4,2 mil. Kč a výplatou dividend v roce 2002 ve výši 3,9 mil. Kč.

Celkové cash flow je pak v letech 2002 a 2003 kladné vlivem rozšiřování zálohových plateb a v roce 2004 je naopak celkové CF výrazně záporné v důsledku růstu dohadných účtů vodného a stočného.

3.4.4 Analýza poměrových ukazatelů

Hodnoty poměrových ukazatelů v této kapitole jsou vypočítány podle vztahů uvedených v příloze 5. Pro srovnání výsledků jsou užity průměrné hodnoty pro odvětví OKEČ 41 Shromažďování, úprava a rozvod vody za roky 2004 a 2005. (16)

Ukazatele likvidity

Rok	2001	2002	2003	2004	2005
Běžná likvidita	1,99	1,80	1,88	1,89	1,80
Pohotová likvidita	1,85	1,68	1,79	1,79	1,72
Okamžitá likvidita	0,33	0,34	0,39	0,30	0,25

Tabulka 9: Ukazatele likvidity společnosti

Z hodnot ukazatelů likvidity uvedených v tabulce je zřejmé, že společnost nemá problémy se splácením svých krátkodobých závazků. Mezi hodnotami ukazatelů běžné a pohotové likvidity jsou velmi malé rozdíly, neboť dominantní položkou oběžných aktiv jsou pohledávky, zatímco zásoby představují pouze 5 – 7 % oběžných aktiv.

V porovnání s oborovým průměrem dosahují ukazatele likvidity výrazně vyšších hodnot (běžná likvidita 0,7 a 0,67, pohotová likvidita 0,67 a 0,65). Pozvolný pokles hodnot ukazatelů zvláště v posledním roce je způsoben rozšiřováním zálohového placení vodného a stočného a tedy nárůstem krátkodobých dluhů.

Rok	2001	2002	2003	2004	2005
Zásoby	23 174	22 296	18 859	21 047	20 143
Dlouhodobé pohledávky	12 050	14 662	16 552	16 832	15 378
Krátkodobé pohledávky	224 762	249 196	262 291	283 510	318 211
Finanční majetek	52 369	66 636	76 928	60 789	56 537
OBĚŽNÁ AKTIVA	312 355	352 790	374 630	382 178	410 269
Krátkodobé závazky	156 609	196 436	198 764	202 204	227 458
KRÁTKODOBÉ DLUHY	156 609	196 436	198 764	202 204	227 458
ČPK	155 746	156 354	175 866	179 974	182 811
Δ ČPK		608	19 512	4 108	2 837

Tabulka 10: Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč)

Rovněž z hodnot ukazatele čistého pracovního kapitálu plyne, že firma má stabilní finanční zázemí a je schopna hradit své finanční závazky. Oběžná aktiva jsou kryta krátkodobými závazky a vlastním kapitálem přibližně v poměru 1:1.

Ukazatele zadluženosti

Rok	2001	2002	2003	2004	2005
Celková zadluženost	0,32	0,35	0,34	0,34	0,35
Úrokové krytí	363,70	8241,00	9083,00	25329,00	25506,00
Doba splácení dluhů	2,39	2,38	2,48	5,26	4,25

Tabulka 11: Ukazatele zadluženosti společnosti

Z tabulky plyne, že společnost používá k financování svých aktiv ve velké míře vlastní kapitál. Pozvolný nárůst zadluženosti je způsoben růstem krátkodobých závazků, především přijatých záloh vodného a stočného. Hodnota ukazatele celkové zadluženosti je stejná jako odvětvový průměr.

Vysoké hodnoty ukazatele úrokového krytí odráží skutečnost, že podnik nevyužívá ke krytí svých aktiv žádné úplatné cizí zdroje. Úvěr společnost čerpala v minulosti na zlepšení strojního vybavení a byl splacen v roce 2001, kdy se úroky promítají do hodnoty ukazatele. Částka vykazovaná v dalších letech v nákladových úrocích představuje poplatky.

Nízká míra zadluženosti dává předpoklad, že v případě potřeby nebude mít podnik potíže se získáním úvěru, strategií firmy však je využívání vlastních zdrojů financování.

Vlivem růstu cizích zdrojů financování a rovněž poklesem provozního cash flow došlo k prodloužení doby splácení dluhů. Ukazatel doby splácení dluhů však vypovídá o dobré schopnosti společnosti splácet dluhy vlastní činností.

Ukazatele aktivity

Rok	2001	2002	2003	2004	2005
Počet obrátů celkových aktiv	1,59	1,57	1,60	1,63	1,60
Počet obrátů stálých aktiv	3,55	3,71	3,97	4,00	3,98
Počet obrátů zásob	38,96	43,08	53,84	50,45	54,68
Doba obratu obch. pohledávek	37	37	35	28 (31)	29 (33)
Doba obratu obch. dluhů	81	98	101	31 (98)	31 (101)

Tabulka 12: Ukazatele aktivity společnosti

Hodnoty ukazatele obratu celkových aktiv vykazují stabilní úroveň a vypovídají o efektivním využívání aktiv společnosti. Rostoucí efektivitu naznačuje vzestupný trend ukazatelů obratu stálých aktiv i zásob. Vzhledem k velikosti podílu pohledávek na oběžných aktivech je zřejmě předpokladem pro další zlepšování ve využívání majetku efektivní práce s pohledávkami.

Hodnoty ukazatelů doby obratu obchodních pohledávek a obchodních dluhů vypočtených z údajů o výši obchodních pohledávek a závazků v rozvaze jsou v posledních dvou letech ovlivněny změnou vykazování krátkodobých poskytnutých a přijatých záloh. Ty byly do roku 2003 součástí pohledávek resp. závazků z obchodních vztahů, zatímco od roku 2004 jsou v rozvaze vykazovány samostatně. Pro srovnatelnost je tedy nutno zahrnout zálohy do výpočtu doby obratu, hodnoty ukazatelů po této úpravě jsou v tabulce uvedeny v závorce. Společnost inkasuje platby od odběratelů podstatně dříve než platí své obchodní závazky. Zrychlení plateb od odběratelů oproti roku 2001 svědčí o zefektivnění správy pohledávek a snižování splatných pohledávek.

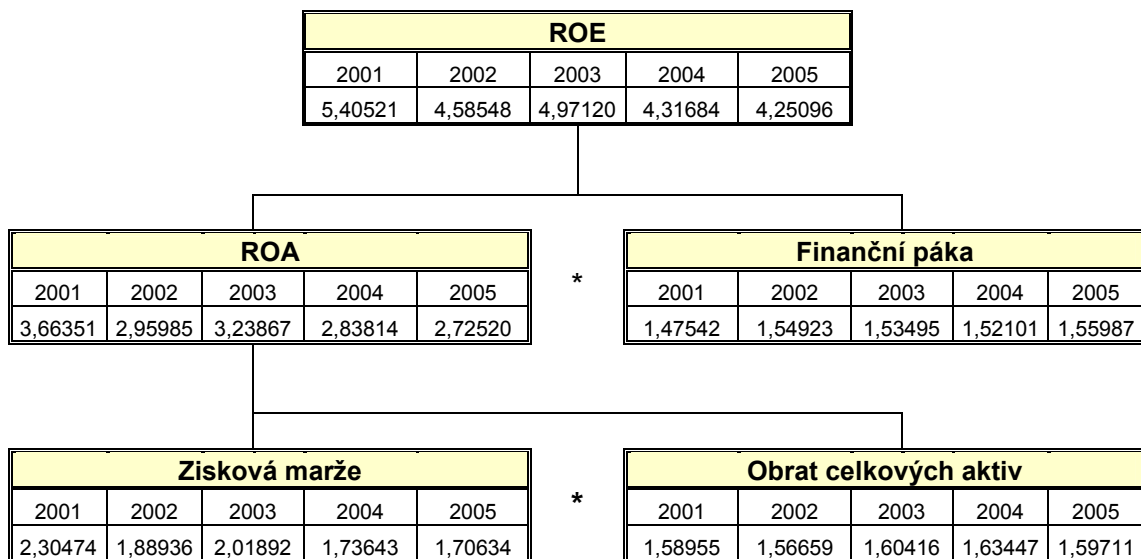
Ukazatele rentability

Rok	2001	2002	2003	2004	2005
Rentabilita vloženého kapitálu	6,72	4,03	4,30	3,90	3,70
Rentabilita celkových aktiv	3,66	2,96	3,24	2,84	2,73
Rentabilita vlastního kapitálu	5,41	4,59	4,97	4,32	4,25
Rentabilita tržeb	4,23	2,57	2,68	2,39	2,32

Tabulka 13: Ukazatele rentability společnosti (v %)

V oblasti výnosnosti dochází ve sledovaném období u společnosti k postupnému zhoršování výsledků vlivem růstu aktiv společnosti a stagnace hospodářských výsledků. Vývoj těchto veličin je v souladu s rozšiřováním provozované infrastruktury do méně zalidněných lokalit a s poklesem výtěžnosti.

Vliv jednotlivých činitelů na hodnotu ukazatelů rentability celkových aktiv a rentability vlastního kapitálu vyjadřuje pyramidový rozklad ukazatele ROE znázorněný na následujícím obrázku.



Obrázek 2: Rozklad ukazatele ROE

Hodnota finanční páky se oproti roku 2001 mírně zvýšila vlivem růstu cizích zdrojů financování. Obrát celkových aktiv je ve sledovaném období na stejné úrovni. Z rozkladu je patrné, že pokles výnosnosti celkových aktiv a tím i vlastního kapitálu je způsoben poklesem ziskové marže, neboli rentability tržeb. Ten odpovídá růstu tržeb při

současné stagnaci dosahovaných hospodářských výsledků. Příčinou tohoto vývoje jsou zejména rostoucí legislativní požadavky a z nich plynoucí růst nákladů při státní regulaci cen vodného a stočného a klesající výtěžnost provozovaného potrubí.

Ve srovnání s oborovými průměry hodnot rentability vloženého kapitálu (v roce 2004 2,86 a v roce 2005 3,02) a vlastního kapitálu (2,95 a 3,22) dosahuje společnost mírně lepších výsledků, avšak hodnoty průměrů vykazují rostoucí trend. V oborových hodnotách jsou zahrnuty společnosti se smíšeným modelem vlastnictví (jsou současně vlastníky i provozovateli infrastruktury), jejichž výnosnost je podstatně nižší. Na druhé straně velké provozní společnosti srovnatelné s podnikem působící v příznivějších podmínkách (velká města, přítomnost průmyslu) dosahují rentability mnohem vyšší.

3.4.5 Soustavy ukazatelů

Rok	2001	2002	2003	2004	2005
Altmanův index finančního zdraví	2,58	2,39	2,47	2,50	2,42
Index IN 01	15,74	330,66	364,38	1014,22	1021,26
Quicktest	2,25	2,25	2,25	3,00	2,75

Tabulka 14: Hodnoty souhrnných ukazatelů finančního zdraví

Podle hodnot Altmanova indexu finančního zdraví se podnik nachází v šedé zóně, a jeho další vývoj je tedy nejasný.

Index IN 01 převyšuje ve všech letech hodnotu 1,77, což znamená, že společnost tvoří hodnotu a je tedy finančně stabilní. Výrazně vysoké hodnoty Indexu IN 01 jsou způsobeny ukazatelem úrokového krytí, neboť s výjimkou roku 2001 společnost nevyužívá úplatných cizích zdrojů financování a v nákladových úrocích je vykazována částka 3 resp. 1 tis. Kč. V důsledku toho pak index nabývá extrémních hodnot.

Z výsledků Quicktestu vyplývá, že se finanční situace podniku v posledních dvou letech mírně zhoršila. Bližší pohled na hodnoty Quicktestu ukazuje, že v letech 2004, 2005 došlo ke zhoršení v oblasti finanční stability vlivem ukazatele doby splácení dluhů i ve výnosové situaci vlivem poklesu rentability tržeb z cash flow. Podnik se však stále na stupnici Quicktestu od 1 do 5 nachází na nadprůměrné úrovni.

3.4.6 Souhrnné hodnocení finanční situace podniku

Majetek společnosti se ve sledovaném období zvětšoval s tím jak se rozšiřovala provozovaná vodohospodářská infrastruktura. Aktiva společnosti jsou financována z vlastního kapitálu, který zvyšuje kumulovaný nerozdělený zisk, cizí zdroje představují krátkodobé závazky. Růst závazků je způsoben zejména rozšiřováním zálohového placení vodného a stočného. Firma nevyužívá úplatných cizích zdrojů financování.

Tržby podniku se každoročně zvyšují, jejich struktura zůstává prakticky neměnná, pouze mírně se zvyšuje podíl stočného na celkových tržbách v důsledku legislativních požadavků na zvýšení kvality čištění odpadních vod. V nákladech dochází k mírnému růstu osobních nákladů. Společnost dosahuje stabilní výše hospodářského výsledku.

Podnik si drží dobrou platební schopnost, hodnoty ukazatelů likvidity výrazně převyšují oborový průměr. Vysoký stav peněžních prostředků umožňuje jejich zhodnocování na termínovaných vkladech.

Strategií společnosti je financování majetku z vlastních zdrojů, čemuž odpovídá nízká úroveň zadluženosti. Ta je na úrovni oborového průměru. Mírný nárůst zadluženosti je způsoben růstem krátkodobých závazků, především přijatých záloh vodného a stočného.

Majetek společnosti je efektivně využíván, pozornost je zaměřena na obchodní pohledávky s cílem minimalizace splatných pohledávek.

Pokles hodnot ukazatelů výnosnosti se odvíjí od zvětšování majetku firmy a klesající výtěžnosti provozované infrastruktury. Dále se negativně projevuje růst nákladů v důsledku legislativních požadavků a cenová regulace vodného a stočného. Nízká rentabilita odráží venkovský charakter provozovaných lokalit, které se vyznačují nižší koncentrací obyvatel a průmyslu a nižší specifickou spotřebou vody.

Základním posláním firmy je zajistit bezproblémové zásobování obyvatel kvalitní pitnou vodou a efektivní likvidaci odpadních vod bez negativních dopadů na životní prostředí, a to za sociálně únosné ceny, což vyplývá z jejího hlavního předmětu podnikání – provozování vodovodů a kanalizací pro veřejnou potřebu. I přes méně příznivé podmínky fungování v porovnání s dalšími velkými vodárenskými společnostmi udržuje podnik ceny vodného a stočného na obdobné úrovni, a to zejména

díky hledání nákladových úspor, hospodárnému využívání majetku a zvyšování kvalifikace zaměstnanců prostřednictvím vzdělávacích programů, vedoucích k rostoucí efektivitě zaměstnanců.

	<i>Příznivé faktory</i>	<i>Nepříznivé faktory</i>
	Silné stránky	Slabé stránky
<i>Vnitřní prostředí</i>	• Dosahování příznivého hospodářského výsledku • Finanční stabilita • Dostatek finančních prostředků • Působení v prostředí přirozeného monopolu • Rostoucí efektivita zaměstnanců • Program rozvoje kvalifikace zaměstnanců	• Venkovský charakter provozovaného spotřebiště • Ztráty vody • Stáří provozované infrastruktury • Nízká efektivita provozované vodohospodářské infrastruktury
	Příležitosti	Hrozby
	• Podpora a financování rozvoje a obnovy vodohospodářské infrastruktury • Státní regulace oboru • Rozvoj průmyslu a výstavba v provozovaných lokalitách • Rozvoj technologií úprav vody	• Legislativní opatření – nároky na kvalitu vody a úroveň čištění odpadních vod • Státní regulace oboru • Klesající výtěžnost z vodohospodářské infrastruktury • Klesající spotřeba vody • Rostoucí četnost a intenzita povodní, sucha, přívalových srážek, extrémních teplot • Rostoucí administrativní nároky na provozovatele VaK dané legislativou • Rostoucí spotřeba balených stolních vod a dalších alternativ
<i>Vnější prostředí</i>		

Tabulka 15: SWOT analýza společnosti

4 NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU

utajeno

4.1 Prognóza tržeb

4.2 Prognóza provozních nákladů

4.3 Plán čistého pracovního kapitálu

4.4 Plán investic do dlouhodobého majetku

4.5 Plánované účetní výkazy základní varianty finančního plánu

Finanční analýza základní varianty plánu

4.6 Optimistická varianta finančního plánu

Finanční analýza optimistické varianty plánu

5 NÁVRH TRŽNÍHO OCENĚNÍ

5.1 Stanovení diskontní míry pro metodu DCF

Diskontní míra slouží k převedení budoucích příjmů na současnou hodnotu. Vedle toho představuje i míru výnosnosti očekávanou investorem s ohledem na obětovanou výnosnost dosaženou při alternativním využití kapitálu se stejným rizikem. Z pohledu podniku je tato očekávaná míra výnosnosti investora současně vyjádřením nákladů na přijatý kapitál. Diskontní míra je tedy nástroj, pomocí kterého se do hodnoty podniku promítá faktor času a rizika. (10)

Diskontní míra pro ocenění metodou DCF entity má být stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), vyjadřujících průměrnou cenu kapitálu poskytnutého podniku vlastníky a věřiteli. Obecný vztah pro výpočet WACC:

$$WACC = r_d * (1 - t) * \frac{D}{C} + r_e * \frac{E}{C} \quad (5)$$

kde: r_d = náklady na cizí kapitál

d = sazba daně z příjmu

D = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

r_e = náklady na vlastní kapitál

E = tržní hodnota vlastního kapitálu

C = celková tržní hodnota investovaného kapitálu ($D + E$)

Vzhledem k tomu, že ve stávající i plánované kapitálové struktuře společnosti se nevyskytují úplatné cizí zdroje financování, bude diskontní míra stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu.

Požadovaná míra výnosu vlastního kapitálu bude určena pomocí modelu CAPM a rovněž stavebnicovou metodou užívanou Ministerstvem průmyslu a obchodu.

5.1.1 Model CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv vycházející z dat kapitálového trhu je v současné době nejužívanějším nástrojem pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Model odvozuje očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a prémie za riziko kapitálového trhu.

Vztah pro výpočet:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f] \quad (5)$$

kde: $E(r_i)$ = očekávaná výnosnost cenného papíru i
 r_f = bezriziková výnosnost
 β_i = koeficient beta cenného papíru i
 $E(r_m)$ = očekávaná výnosnost kapitálového trhu

Očekávaná výnosnost cenného papíru i je použita jako výše nákladů na vlastní kapitál. Vzhledem k malé využitelnosti a spolehlivosti dat z kapitálového trhu v ČR bude v souladu s doporučením odborné literatury (10) výpočet založen na datech z USA a upraven o aktuální riziko země. Rovnice pro výpočet nákladů vlastního kapitálu bude mít potom podobu:

$$r_e = r_f + \beta * RPT + RPZ$$

kde: β = odvětvové β z USA
 RPT = riziková prémie kapitálového trhu v USA
 RPZ = riziková prémie země

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu jsou využita data prof. A. Damodarana publikovaná na jeho internetových stránkách (2) platná ke dni ocenění.

Za bezrizikovou míru je brána aktuální výnosnost desetiletých vládních obligací v USA k datu ocenění.

Riziková premie kapitálového trhu je stanovena na základě historických dat jako rozdíl mezi dlouhodobou výnosností akcií na kapitálovém trhu představovanou indexem S&P 500 a výnosností vládních dluhopisů. Dlouhodobá výnosnost je s ohledem na doporučení odborné literatury (1, 10) vyjádřena geometrickým průměrem za co nejdelší období (1928 – 2005), aby byl vyloučen vliv délky období měření výnosnosti a krátkodobých výkyvů kapitálového trhu.

Beta je vyjádřením volatility výnosnosti akcie vůči volatilitě výnosnosti kapitálového trhu jako celku. Ne zadlužená beta je vypočítána jako průměr z americké a evropské hodnoty pro odvětví vodárenství.

Riziková premie České republiky vychází z ratingového hodnocení ČR agenturou Moody's. Riziko selhání země je pak stanoveno jako rozdíl mezi výnosností amerických podnikových dluhopisů se stejným ratingem jako ČR a výnosností desetiletých vládních obligací. Riziko je upraveno (dle doporučení 2, 10) vynásobením koeficientem 1,5. Ten orientačně vyjadřuje rozdíl volatility trhu akcií a volatility vládních dluhopisů.

<i>Bezriziková úroková míra r_f</i>	4,39 %
<i>Riziková premie kapitálového trhu v USA</i>	4,80 %
β nezadlužená USA	0,49
β nezadlužená Evropa	0,55
β nezadlužená průměr USA a Evropa	0,52
Dlouhodobý rating České republiky	A1
Riziko selhání České republiky	0,90 %
Odhadovaný podíl volatility	1,50
<i>Riziková premie České republiky</i>	1,35 %
<i>Náklady vlastního kapitálu</i>	8,236 %

**Tabulka 34: Stanovení nákladů vlastního kapitálu
k 31. 12. 2005 metodou CAPM**

5.1.2 Stavebnicová metoda

Varianta stavebnicového modelu stanovení míry výnosu vlastního kapitálu uplatňovaná v analýzách MPO vychází z průměrné výnosnosti podniků v rámci oboru. Vztah pro výpočet r_e :

$$r_e = \frac{WACC * \frac{UZ}{A} - (1-d) * \frac{U}{BU+O} * \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} \quad (16)$$

kde:	r_e	= alternativní náklad na vlastní kapitál
	WACC	= vážený náklad na kapitál
	UZ	= úplatné zdroje (VK + BU + O)
	A	= aktiva celkem
	VK	= vlastní kapitál
	BU	= bankovní úvěry
	O	= dluhopisy
	$\frac{U}{BU+O}$	= úroková míra
	d	= daňová sazba

$$WACC = r_f + r_{LA} + I_{podnikatelské} + I_{FinStab}$$

kde:	r_f	= bezriziková míra výnosu
	r_{LA}	= přírážka za velikost podniku
	$I_{podnikatelské}$	= přírážka za produkční sílu
	$I_{FinStab}$	= přírážka za finanční stabilitu

Výpočet jednotlivých přírážek:

- r_{LA} : pro podniky, které mají

UZ > 3 mld. Kč přírážka 0 %

UZ < 100 mil. Kč přírážka 5 %

$$100 \text{ mil. Kč} < \text{UZ} < 3 \text{ mld. Kč} \text{ přírážka } r_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - \text{UZ})^2}{168,2}$$

- $I_{podnikatelské}$: pro podniky, které mají

EBIT/A > průměr odvětví přírážka 0 %

$EBIT/A < 0$ přírážka 10 %

$0 < EBIT/A < \text{průměr odvětví}$ přírážka

$$r_{\text{podnikatelské}} = \frac{\left(\text{průměr odvětví} - \frac{EBIT}{A} \right)^2}{10 * \text{průměr odvětví}^2}$$

- r_{FinStab} : pro podniky, které mají

celková likvidita $>$ průměr odvětví nebo hodnota 1,25 přírážka 0 %

celková likvidita < 1 přírážka 10 %

$1 < \text{celková likvidita} < \text{průměr odvětví}$ nebo hodnota 1,25 přírážka

$$r_{\text{FinStab}} = \frac{(\text{průměr odvětví nebo } 1,25 - \text{celková likvidita})^2}{10 * (\text{průměr odvětví nebo } 1,25 - 1)^2}$$

Postup výpočtu nákladu na vlastní kapitál stavebnicovou metodou zachycuje následující tabulka.

Bezriziková míra r_f	3,53 %
Přírážka za velikost podniku	
Vlastní kapitál v Kč	442 135 000
r_{LA}	3,89 %
Přírážka za produkční sílu	
Hodnota EBIT/A odvětví	3,02
Hodnota EBIT/A společnosti	3,70
$r_{\text{podnikatelské}}$	0,00 %
Přírážka za finanční stabilitu	
Hodnota celkové likvidity odvětví	0,67
Hodnota celkové likvidity společnosti	1,80
r_{FinStab}	0,00 %
WACC = r_e	7,42 %

**Tabulka 35: Výpočet WACC k 31. 12. 2005
stavebnicovou metodou**

Bezriziková míra výnosu byla dle analytických materiálů MPO stanovena pro rok 2005 na $r_f = 3,53$ %. (16) Přírážka za velikost podniku je vypočtena dle výše uvedeného vztahu. Ostatní přírážky nejsou kalkulovány, neboť společnost dosahuje

v roce 2005 vyšších hodnot ukazatelů rentability vloženého kapitálu a likvidity než činí průměr odvětví.

Společnost nevykazuje žádné úplatné cizí zdroje financování, proto po dosazení hodnoty vážených nákladů na kapitál do vztahu pro výpočet nákladu na vlastní kapitál bude $r_e = WACC = 7,42 \%$.

Výsledkem prováděného ocenění podniku má být zjištění tržní hodnoty podniku. Kategorii hledané hodnoty musí odpovídat i použitá diskontní míra. Proto budou za diskontní míru zvoleny náklady vlastního kapitálu vypočítané dle metody CAPM, vycházející z údajů kapitálového trhu, a to ve výši 8,236 %.

5.2 Ocenění podniku metodou DCF

utajeno

Investovaný kapitál

Volné peněžní toky

Tempo růstu volného peněžního toku pro 2. fázi

ZÁVĚR

Přestože výnosové metody oceňování podniku jsou považovány za základní a teoreticky nejsprávnější, je jejich aplikace spojena s řadou problémů, které se projevily i v případě provedeného ocenění. Je jimi zejména rozhodnutí o délce 1. fáze a sestavení finančního plánu, stanovení diskontní míry pro převedení budoucích příjmů na současnou hodnotu k datu ocenění a určení tempa růstu volného peněžního toku.

Východiskem pro použití výnosových metod je finanční plán. Náročnost dlouhodobého plánování je dána měnícími se vnějšími podmínkami i situací daného podniku. Proto se u metody DCF uplatnila v praxi dvoufázová metoda. Její užití předpokládá pro 1. fázi sestavení věrohodného finančního plánu, v následující 2. fázi pak stabilní vývoj podniku.

utajeno

Výslednou hodnotu podniku významnou měrou ovlivňuje výše diskontní míry. Diskontní míru pro metodu DCF entity představují průměrné vážené náklady kapitálu. V diplomové práci byla diskontní míra stanovena pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože společnost nevyužívá k financování svých aktiv cizích úplatných zdrojů.

Stejně závažný vliv jako diskontní míra má na hodnotu podniku i odhadnuté tempo růstu pro 2. fázi, které je spojeno s obdobím ležícím za horizontem dlouhodobého finančního plánu. V dnešní době charakteristické rychlým vývojem a neustálými změnami je proto těžké předjímat časově tak vzdálený stav ekonomiky, odvětví a postavení subjektu ocenění.

Z uvedeného výčtu nejzávažnějších problémů je patrné, že stanovení hodnoty podniku je tvůrčím procesem, který vyžaduje široký okruh znalostí a činností. Úroveň ocenění je podmíněna množstvím a kvalitou dostupných informací a znalostmi a zkušenostmi oceňovatele. Jeho úkolem je vzít v úvahu všechny vlivy a okolnosti a jejich působení souhrnně vyjádřit v hodnotě podniku.

Problematika oceňování podniku je v prostředí České republiky ovlivněna určitými zvláštními podmínkami v porovnání se státy s vyspělou tržní ekonomikou. Jedná se zejména o nerozvinutý kapitálový trh a nejednotnost používané metodiky stanovení hodnoty podniku. Svůj díl viny na stávající situaci nese problematická právní úprava, podle níž služby oceňování poskytují vedle sebe znalci a znalecké ústavy jmenované soudem a odhadci majetku na základě živnostenského oprávnění. Chybí přitom jednotné zastřešení oceňovatelů v rámci určité profesní organizace a jednotné řízení. Z toho se také odvíjí obtížnost kontroly činnosti a kvalifikace oceňovatelů.

Na výši volných peněžních toků a tím i hodnotu podniku působí i budoucí sazba daně z příjmů. Tu je v současné době obtížné jednoznačně určit vzhledem k chystané reformě veřejných financí, jejíž podoba a období, kdy vejde v platnost, je nyní nejasná.

V tržním a dynamicky se vyvíjejícím ekonomickém prostředí je prvořadým zájmem každého podniku vybudovat si pevnou pozici na trhu, která by zajišťovala dlouhodobé přežití a tvorbu zisku. Reakcí podnikové sféry na konkurenční prostředí je proces koncentrace kapitálu. Pro strategická rozhodnutí o fúzích a akvizicích má klíčový význam znalost hodnoty podniku. S postupným rozvojem trhu s podniky v ČR přirozeně roste i počet firem, které chtějí znát a využívat svoji hodnotu pro účely řízení podniku.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

1. COPELAND, T., KOLLER, T. a MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, 1994. 359 s. ISBN: 80-85605-41-4.
2. DAMODARAN, A. *Damodaran Online. Updated Data* [online]. [cit. 2007-04-22]. Dostupné z: <<http://www.damodaran.com>>.
3. GRÜNWARD, R. a HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 180 s. ISBN 80-245-0684-X.
4. JINDŘICHOVSKÁ, I. a BLAHA, Z. *Podnikové finance*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2001. 316 s. ISBN 80-7261-025-2.
5. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
6. *Koncepce vodohospodářské politiky Ministerstva zemědělství pro období po vstupu do Evropské unie na léta 2004 až 2010*. Ministerstvo zemědělství ČR, červen 2004 [cit. 2007-01-20]. Dostupné z: <http://www.mze.cz/attachments/Koncepce_VHP_cerven_2004.pdf>.
7. KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. 11. upr. vyd. Brno: Zdeněk Novotný, 2006. 83 s. ISBN 80-7355-061-X.
8. LÍZAL, L. *Oceňování podniku: metody, teorie a praxe*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2001. 96 s. ISBN 80-7265-033-5.
9. *Makroekonomická predikce České republiky* [online]. Ministerstvo financí ČR, leden 2007 [cit. 2007-02-03]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2007Q1_komplet_doc.doc>.
10. MAŘÍK, M. aj. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
11. MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
12. MLČOCH, J. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. 1. vyd. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
13. POLÁČEK, B. a ATTIL, J. *Posudek znalce a podnik*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 184 s. ISBN 80-7179-503-8.
14. Utajeno

15. Utajeno
16. VAŠÍČKOVÁ, A. *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2005* [online]. Odbor analýz a statistiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, 2006-05-16 [cit. 2007-01-22]. Dostupné z: <http://download.mpo.cz/get/26487/29819/320515/priloha004.pdf>.
17. VEBER, J. aj. *Management: základy, prosperita, globalizace*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2000. 700 s. ISBN 80-7261-029-5.
18. *Voda v ČR do kapsy* [online]. Praha: Ministerstvo zemědělství ČR, 2006-03-27 [cit. 2007-01-20]. Dostupné z: http://www.mze.cz/attachments/Voda_v_CR.pdf.
19. *Vodovody a kanalizace ČR* [online]. Praha: Ministerstvo zemědělství ČR, 2006-08-03 [cit. 2007-01-20]. Dostupné z: http://www.mze.cz/attachments/16300/Publikace/VaK/Vodovody_a_kanalizace_2005.pdf.
20. Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, platný k 25. 5. 2006.
21. Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů, platný k 1. 1. 2007.
22. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, platný k 18. 8. 2006.
23. Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů, platný k 1. 5. 2004.
24. Zákon č. 274/2001 Sb., o vodovodech a kanalizacích pro veřejnou potřebu a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, platný k 1. 1. 2007.
25. Zprávy představenstva za roky 2001 - 2005.

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

CAPM	capital asset pricing model (model oceňování kapitálových aktiv)
CF	cash flow
ČPK	čistý pracovní kapitál
DCF	discounted cash flow (metoda diskontovaného peněžního toku)
EU	Evropská unie
FCF	free cash flow (volný peněžní tok)
HDP	hrubý domácí produkt
HV	hospodářský výsledek
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR
MZe	Ministerstvo zemědělství ČR
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
ROA	rentabilita celkových aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
SOVAK	Sdružení oborů vodovodů a kanalizací ČR
VaK	vodovody a kanalizace
WACC	weighted average capital costs (průměrné vážené náklady kapitálu)

SEZNAM TABULEK, GRAFŮ A OBRÁZKŮ

Tabulky

Tabulka 1: Přehled základních metod pro oceňování podniku.....	17
Tabulka 2: Výpočet volného peněžního toku	20
Tabulka 3: Přehled vybraných ukazatelů vývoje ekonomiky ČR.....	23
Tabulka 4: Vývoj vybraných ukazatelů vodovodů a kanalizací v ČR.....	25
Tabulka 5: Struktura akcionářů společnosti.....	28
Tabulka 6: Základní technické a produkční údaje o provozovaných vodovodech a kanalizacích	29
Tabulka 7: Srovnání ukazatelů efektivity	30
Tabulka 8: Peněžní toky (v tis. Kč)	36
Tabulka 9: Ukazatele likvidity společnosti.....	37
Tabulka 10: Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč).....	38
Tabulka 11: Ukazatele zadluženosti společnosti	38
Tabulka 12: Ukazatele aktivity společnosti	39
Tabulka 13: Ukazatele rentability společnosti (v %).....	40
Tabulka 14: Hodnoty souhrnných ukazatelů finančního zdraví	41
Tabulka 15: SWOT analýza společnosti.....	43
Tabulka 16: Odhad fakturace vod (v tis. m ³).....	45
Tabulka 17: Výpočet průměrných cen vodného a stočného	45
Tabulka 18: Odhad cen vodného a stočného (v Kč/m ³)	46
Tabulka 19: Plán tržeb z vodného a stočného (v tis. Kč)	46
Tabulka 20: Tržby z ostatních činností (v tis. Kč).....	47
Tabulka 21: Plán tržeb z ostatních činností (v tis. Kč)	47
Tabulka 22: Plán celkových tržeb (v tis. Kč).....	47
Tabulka 23: Plán mzdových nákladů.....	48
Tabulka 24: Doby obratu položek pracovního kapitálu ve dnech	49
Tabulka 25: Odhadované doby obratu položek pracovního kapitálu ve dnech.....	50
Tabulka 26: Výkaz zisku a ztráty základní varianty plánu (v tis. Kč).....	52
Tabulka 27: Výkaz peněžních toků základní varianty plánu (v tis. Kč).....	53
Tabulka 28: Rozvaha základní varianty plánu (v tis. Kč).....	54
Tabulka 29: Ukazatele finanční analýzy základní varianty plánu	55
Tabulka 30: Výkaz zisku a ztráty optimistické varianty plánu (v tis. Kč).....	56
Tabulka 31: Výkaz peněžních toků optimistické varianty plánu (v tis. Kč).....	57
Tabulka 32: Rozvaha optimistické varianty plánu (v tis. Kč)	58
Tabulka 33: Ukazatele finanční analýzy optimistické varianty plánu.....	59
Tabulka 34: Stanovení nákladů vlastního kapitálu k 31. 12. 2005 metodou CAPM.....	62
Tabulka 35: Výpočet WACC k 31. 12. 2005 stavebnicovou metodou.....	64
Tabulka 36: Výpočet investovaného kapitálu (v tis. Kč).....	66
Tabulka 37: Výpočet free cash flow (v tis. Kč).....	67
Tabulka 38: Výpočet hodnoty první fáze k 31. 12. 2005 (v tis. Kč)	67
Tabulka 39: Výpočet hodnoty podniku k 31. 12. 2005 (v Kč)	68

Tabulka 40: Vliv investic pro 2. fázi na výslednou hodnotu podniku (v Kč).....	70
Tabulka 41: Vliv diskontní míry na výslednou hodnotu podniku (v Kč).....	70

Grafy

Graf 1: Vývoj specifické spotřeby vody u domácností.....	31
Graf 2: Vývoj vybraných položek aktiv a pasiv (v tis. Kč)	33
Graf 3: Struktura aktiv společnosti (v %)	34
Graf 4: Struktura pasiv společnosti (v %).....	35
Graf 5: Vývoj tržeb a nákladů společnosti (v tis. Kč)	36

Obrázky

Obrázek 1: Dvoufázová metoda	20
Obrázek 2: Rozklad ukazatele ROE	40

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1	Výpis z obchodního rejstříku
Příloha 2	Rozvaha společnosti (v tis. Kč)
Příloha 3	Výkaz zisku a ztráty společnosti v tis. Kč
Příloha 4	Cash flow společnosti (v tis. Kč)
Příloha 5	Přehled použitých vztahů poměrových ukazatelů finanční analýzy
Příloha 6	Výsledky regresní analýzy časových řad fakturovaných vod

Příloha 1 utajeno

Příloha 2 utajeno

Příloha 3 utajeno

Příloha 4 utajeno

Příloha 5 Přehled použitých vztahů poměrových ukazatelů finanční analýzy

Ukazatele likvidity

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové finanční prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Ukazatele zadluženosti

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva}}$$

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{provozní HV}}{\text{nákladové úroky}}$$

$$\text{Doba splácení dluhů} = \frac{\text{cizí zdroje} - \text{finanční majetek}}{\text{provozní cash flow}}$$

Ukazatele aktivity

$$\text{Počet obrátů celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

$$\text{Počet obrátů stálých aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{stálá aktiva}}$$

$$\text{Počet obrátů zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

$$\text{Doba obratu obch. pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodního styku}}{\text{tržby}/360}$$

$$\text{Doba obratu obch. dluhů} = \frac{\text{závazky z obchodního styku}}{(\text{náklady na prodané zboží} + \text{výkonová spotřeba})/360}$$

Ukazatele rentability

$$\text{Rentabilita vloženého kapitálu} = \frac{\text{provozní HV}}{\text{aktiva}} * 100$$

$$\text{Rentabilita celkových aktiv} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{aktiva}} * 100$$

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} * 100$$

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{provozní HV}}{\text{tržby}} * 100$$

Altmanův index finančního zdraví (Z-skóre)

$$\begin{aligned} Z - \text{skóre} = & 0,717 * \frac{\text{ČPK}}{\text{aktiva}} + 0,847 * \frac{\text{kumulovaný nerozdělený zisk}}{\text{aktiva}} + 3,107 * \frac{\text{provozní HV}}{\text{aktiva}} \\ & + 0,42 * \frac{\text{základní kapitál}}{\text{cizí zdroje}} + 0,998 * \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \end{aligned}$$

Pokud je $Z > 2,9$ – uspokojivá finanční situace,

$1,2 < Z \leq 2,9$ – „šedá zóna“ nevyhraněných výsledků,

$Z \leq 1,2$ – podnik ohrožen vážnými finančními problémy.

Index IN01

$$\begin{aligned} \text{IN 01} = & 0,13 * \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,04 * \frac{\text{provozní HV}}{\text{nákladové úroky}} + 3,92 * \frac{\text{provozní HV}}{\text{aktiva}} + 0,21 * \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva}} \\ & + 0,09 * \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \end{aligned}$$

Pokud je $\text{IN01} < 0,75$ – podnik spěje k bankrotu,

$0,75 < \text{IN01} < 1,77$ – „šedá zóna“,

$\text{IN01} > 1,77$ – podnik tvoří hodnotu.

Příloha 6 Utajeno