VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

NÁVRH OCENĚNÍ PODNIKU

VALUE ESTIMATING OF COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE Bc. MICHAL STARÝ
AUTHOR

VEDOUCÍ PRÁCE doc. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.
SUPERVISOR

BRNO 2011

Vysoké učení technické v Brně
Fakulta podnikatelská

Akademický rok: 2010/2011
Ústav ekonomiky

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Starý Michal, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Návrh ocenění podniku

v anglickém jazyce:

Value Estimating of Company

Pokyny pro vypracování:

Úvod
Vymezení problému, cíle a metod práce
Teoretická východiska práce
Strategická analýza podniku
Finanční plán podniku
Návrh ocenění podniku
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Podle § 60 zákona č. 121/2000 Sb. (autorský zákon) v platném znění, je tato práce "Školním dílem". Využití této práce se řídí právním režimem autorského zákona. Citace povoluje Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně. Podmínkou externího využití této práce je uzavření "Licenční smlouvy" dle autorského zákona.

Seznam odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku.2. přeprac.a podl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2010/2011.

L.S.

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D Ředitel ústavu	doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA

V Brně, dne 3.12.2010

Abstrakt

Tato diplomová práce se zabývá oceněním společnosti Jihomoravská plynárenská, a.s., a to za použití výnosových metod ocenění. První část práce se věnuje popisu teoretických východisek, základních přístupů a metod oceňování podniku. Dále je provedena strategická a finanční analýza společnosti. Návrhová část obsahuje analýzu a prognózu generátorů hodnoty, sestavení finančního plánu a samotné ocenění podniku na základě metody DCF a metody kapitalizovaných čistých výnosů. Závěrem je stanovena hodnota společnosti k 1. 1. 2010.

Klíčová slova

Ocenění podniku, diskontované cash flow (DCF), kapitalizované čisté výnosy, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán.

Abstract

This master thesis deals with value estimation of company Jihomoravská plynárenská, a.s. using income-based valuation methods. The first part describes theoretical principles, fundamental approaches and business valuation methods. Afterwards strategic and financial analyses are performed. The proposal part includes value generators analysis and forecast, financial plan creation and business valuation by application of DCF method and capitalized past earnings method. In conclusion the estimation of value is stated to 1/1/2010.

Key words

Business valuation, discounted cash flow (DCF), capitalized past earnings, strategic analysis, financial analysis, financial plan.

Bibliografická citace

STARÝ, M. *Návrh ocenění podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2011. 121 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, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 9. ledna 2011

……..

Poděkování

Děkuji tímto své vedoucí diplomové práce doc. Ing. Márii Režňákové, CSc. za odborné vedení, cenné připomínky a pomoc při zpracování diplomové práce. Dále bych rád poděkoval společnosti Jihomoravská plynárenská, a.s. za poskytnuté podklady, rady a informace, které jsem využil pro vypracování této práce.

Obsah

1 Úvod ... 10
2 Cíl a metodika práce ... 12
3 Teoretická východiska práce ... 14
3.1 Výchozí podmínky a obecné základy pro oceňování podniku ... 14
3.1.1 Definice podniku ... 14
3.1.2 Hladiny hodnoty podniku ... 15
3.1.3 Hodnota podniku ... 15
3.2 Kategorie hodnoty ... 16
3.2.1 Tržní hodnota ... 16
3.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota ... 17
3.2.3 Objektivizovaná hodnota ... 18
3.2.4 Kolínská škola ... 18
3.3 Důvody pro ocenění podniku ... 19
3.4 Základní postup při oceňování podniku ... 20
3.4.1 Sběr vstupních dat ... 21
3.4.2 Strategická analýza ... 22
3.4.3 Finanční analýza ... 23
3.4.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná ... 26
3.4.5 Generátory hodnoty ... 26
3.4.6 Finanční plán ... 30
3.5 Základní metody oceňování ... 31
3.5.1 Metoda diskontovaných peněžních toků ... 32
3.5.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů ... 34
4 Profil společnosti ... 37
5 Strategická analýza ... 39
5.1 Analýza makroprostředí ... 39
5.2 Charakteristika a struktura odvětví ... 45
5.3 Vymezení relevantního trhu a jeho prognóza ... 46
5.4 Segmentace trhu a zákazníci ... 48
5.5 Analýza konkurence ... 50
5.6 Tržní podíl a prognóza tržeb ... 52
5.7 Analýza vnitřního prostředí ... 54
5.8 Silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby (SWOT analýza) ... 60
6 Finanční analýza ... 61
6.1 Horizontální analýza rozvahy ... 61
6.2 Vertikální analýza rozvahy ... 63
6.3 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztrát ... 65
6.4 Analýza finanční situace pomocí poměrových ukazatelů ... 66
6.4.1 Ukazatele zadluženosti ... 66
6.4.2 Ukazatele likvidity ... 68
6.4.3 Ukazatele aktivity ... 69
6.4.4 Ukazatele rentability ... 70
6.5 Predikce finanční tísně podniku ... 72

7 Návrh ocenění společnosti 73
7.1 Účel ocenění 73
7.2 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a neprovozní 73
7.3 Analýza a prognóza generátorů hodnoty 74
7.3.1 Stanovení kalkulované úrokové míry 81
7.3.2 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty 83
8 Výnosové ocenění podniku 85
8.1 Finanční plán 85
8.2 Metoda diskontovaných peněžních toků 85
8.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (paušální metoda) 89
9 Závěr 91
10 Seznam literatury 94
Seznam zkratek 96
Seznam tabulek 97
Seznam grafů 98
Seznam příloh 99

1 Úvod

České podnikatelské prostředí prošlo od počátku devadesátých let řadou významných strukturálních změn. Transformace ekonomiky, hospodářské reformy, více či méně úspěšné privatizace, i vstup České republiky do Evropské unie, ovlivnili ráz českého podnikání. Přechod k tržní ekonomice znamenal pro stávající i nově vznikající české podniky zásadní zvrat v řídící činnosti a řešení rozhodovacích problémů. Rozvoj a liberalizace zahraničního obchodu, proces evropské integrace a v neposlední řadě i světová finanční krize zase nutnost přizpůsobit se dynamickým změnám a rizikům globalizovaného tržního hospodářství.

Spolu se změnami, které přináší současné vysoce konkurenční podnikatelské prostředí, se vyvíjí i odlišný pohled na hlavní cíl podniku. Ten se postupně měnil od maximalizace obratu či tržního podílu, přes maximalizaci zisku nebo zisku na akcii. Většina firem zpravidla usiluje o dosažení všech zmíněných cílů, nicméně do popředí se v současnosti dostávají očekávání ohledně budoucích peněžních požitků plynoucí vlastníkům podniku popřípadě investorům. Pro tyto subjekty je důležité zjištění, zda je podnik schopen dosahovat očekávané výnosnosti a zvyšovat svoji hodnotu. Hlavním cílem se tak pro většinu firem stává z dlouhodobého hlediska maximalizace tržní hodnoty.

Potřeba určení hodnoty statku je základem obchodní operace. Nejinak je tomu i v případě podniku. Stanovení hodnoty firmy je nezbytné v mnoha rozličných situacích. Je důležitým podkladovým materiálem při majetkových transakcích, jakými jsou fúze, akvizice, rozdělení, prodej společnosti, zpětný odkup akcií, privatizace nebo rozsáhlé investiční akce. Investiční společnosti zužitkovávají informace získané na základě ocenění podniku při tvorbě portfolia cenných papírů s cílem eliminovat riziko investorů. Důvodem pro ocenění však může být i hodnocení úspěšnosti podniku a jeho managementu. Stanovení hodnoty umožňuje průkazným způsobem vyčíslit, do jaké míry podnik vytváří hodnotu ve stavu, ve kterém se aktuálně nachází, a která operativní opatření budou mít největší účinnost při jejím zvyšování. Manažeři musí být schopni co nejpřesněji kvantifikovat dopady těchto opatření a odhalit rezervy jak ve finančním, tak strategickém řízení. Neméně důležitá je komunikace s držiteli klíčových podílů, jejichž

orientace v hodnotě podniku napomáhá k získání podpory při provádění důležitých rozhodnutí.

Ocenění podniku není zdaleka jednoduchou činností. Každá společnost je oceňována na základě souboru svých specifických vlastností a okolností, a každé ocenění je více či méně odlišné od všech ostatních. Ačkoliv se Česká republika řadí mezi země s vyspělou ekonomikou, tuzemské podmínky relevantní pro oblast určování hodnoty nejsou z mnoha pohledů srovnatelné s těmi, které existují například ve Spojených státech, odkud pochází většina teorií a postupů. Základním předpokladem pro vysokou vypovídací schopnost výsledné hodnoty je vymezení toho, co chceme ocenit a za jakým účelem. Druhou podmínkou je získání všech potřebných informací a dat a zajištění spolupráce podniku při samotném oceňování. Teprve na základě těchto předpokladů a v závislosti na daném podnětu k ocenění a podle něj zvolenému základnímu přístupu, je možné vybrat vhodnou metodu oceňování.

Oceňování lze chápat jako službu, kterou si firmy objednávají a která jim přináší užitek. Specialista, který ocenění provádí, musí být především znalcem podnikání, s všeobecným přehledem o ekonomické situaci země a odvětví, ve kterém se daný podnik pohybuje. Jeho úkolem je provést podrobnou analýzu získaných dat o dosavadním hospodaření společnosti, ale i odpovědně zhodnotit a posoudit perspektivy budoucího vývoje nejen v závislosti na vývoji trhu, ale i na plánech a strategiích firmy. Správný výběr metody ocenění, kvalita a rozsah informací a především znalosti a zkušenosti znalce jsou klíčovými faktory úspěšného ocenění podniku.

2 Cíl a metodika práce

Hlavním cílem předkládané diplomové práce je provést ocenění společnosti Jihomoravská plynárenská, a.s. pomocí výnosových metod oceňování. Hodnota podniku bude stanovena k datu 1. 1. 2010.

Diplomová práce je rozdělena do dvou hlavních částí – teoretické a praktické. Teoretická část se zabývá analýzou dostupné literatury a vymezením základních východisek souvisejících s problematikou oceňování podniků. Účelem této části je definovat základní pojmy, metody a přístupy ke stanovení hodnoty podniku včetně doporučeného postupu obecně využívaného při oceňování.
Metodický postup v rámci praktické části práce je rozdělen do 5 navazujících kroků:

1. Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál podniku. Analýza vnějšího potenciálu zahrnuje komplexní analýzu makrookolí i odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. Odvětvová analýza se blíže zaměřuje na vymezení relevantního trhu a jeho prognózu a identifikaci hlavních konkurentů a struktury zákazníků. Vnitřní potenciál podniku je zhodnocen prostřednictvím modelu 7S.

2. Finanční analýza

Po provedení strategické analýzy následuje zhodnocení celkové finanční situace a zdraví podniku na základě finanční analýzy. Je proveden rozbor základních účetních výkazů, tj. rozvahy a výkazu zisků a ztrát za pomoci horizontální a vertikální analýzy. Dále jsou analyzovány stěžejní poměrové ukazatele – zadluženost, likvidita, aktivita a rentabilita. Pro úplnost je zpracována i predikce finanční tísně podniku s využitím dvou bankrotních modelů. Formulace výsledků finanční analýzy je zaměřena nejenom na souhrnné zhodnocení finanční stability podniku, ale i na popis specifických vztahů a souvislostí, které jsou základem pro další plánování.

3. Analýza a prognóza generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu

V této části práce je provedena analýza hlavních generátorů hodnoty v minulých letech. Z výsledků této analýzy i výsledků analýzy strategické a finanční je zpracována prognóza generátorů hodnoty pro následující období. Na základě prognózy je provedeno

předběžné ocenění podniku a sestaven finanční plán pro roky 2010 – 2013, který zahrnuje plánovanou rozvahu a plánovaný výkaz zisků a ztrát.

4. Ocenění podniku výnosovými metodami

Samotné ocenění a kalkulace hodnoty podniku je provedena prostřednictvím dvou výnosových metod, konkrétně metody diskontovaného cash flow (DCF) a paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

5. Závěr

Závěrečná část práce se věnuje shrnutí nejdůležitějších výsledků a poznatků z jednotlivých částí včetně stanovení výsledné hodnoty oceňovaného podniku.

Výchozím zdrojem informací jsou především účetní výkazy, výroční zprávy a přílohy k účetním závěrkám oceňované společnosti za roky 2005 – 2009. Při tvorbě diplomové práce je dále využito odborné literatury a informací veřejně dostupných na internetu.

Metody použité při vypracování práce:

- analytické metody
- syntéza
- komparace
- poměrové metody
- historické metody
- lineární regrese

3 Teoretická východiska práce

3.1 Výchozí podmínky a obecné základy pro oceňování podniku

Předpokladem pro využití oceňovacích metod je vymezení základních principů a východisek. Je proto v prvé řadě nutné stanovit významy pojmů, jakými jsou podnik, či hladiny, na kterých lze podnik oceňovat. Musíme mít také přesnou představu o tom, co se chystáme oceňovat a jakého výsledku chceme dosáhnout. V neposlední řadě je důležité formulovat význam pojmu „hodnota podniku“ a určit, které základní kategorie lze a je třeba rozlišovat. Vymezení těchto základních pojmů a východisek je tak předpokladem pro úspěšné a vhodné užití samotných oceňovacích metod (Mařík a kol., 2007, s. 15).

3.1.1 Definice podniku

Pro pojem podnik existuje mnoho různých definic a vymezení v závislosti na pohledu autora. Můžeme jej definovat například jako „jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy“ (Mařík a kol., 2007, s. 15).

Podnik je také možné chápat z různých hledisek jako (Mlčoch, J., 1998, s. 9):

- subjekt, který umožňuje dodavatelům prodej surovin a materiálu a zákazníkům nákup zboží a služeb,
- účelově sestavenou skupinu lidí, kteří na základě svých odborných zkušeností zabezpečují za odměnu chod podniku,
- účelově sestavenou konfiguraci strojů, zařízení a objektů, vytvářející podmínky pro chod podniku.

Pro oceňovatele má však největší význam definice uvedená v obchodním zákoníku. Podnik je zde v § 5 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 ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná.“ (Zákon č. 513/1991 Sb.)

Především poslední větu definice je třeba zdůraznit, protože podnik je nutné chápat nikoliv jako soubor či skupinu věcí, které lze ocenit jednotlivě, bez zohlednění

vzájemného vztahu, a hodnotu podniku získat prostým součtem těchto jednotlivých složek. Na podnik je třeba pohlížet jako na funkční a homogenní celek, jehož hlavní a prvotní funkcí a účelem je dosažení zisku (Mařík a kol., 2007, s. 16).

3.1.2 Hladiny hodnoty podniku

Hodnotu podniku lze stanovovat na různých hladinách. Jako základ můžeme použít dělení podle Maříka (2007, s. 16), který rozděluje hodnotu podniku na hodnotu brutto a hodnotu netto.

Hodnota brutto udává hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity) a zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Hodnotou netto rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál (Mařík a kol., 2007, s. 16).

Pro vymezení hladin ocenění lze využít také výklad uvedený v obchodním zákoníku, ve kterém je hodnota brutto označena pojmem obchodní majetek definovaný v § 6, odst. 1) následovně: „Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“ (Zákon č. 513/1991 Sb.)

Hodnota netto je podle § 6, odst. 3) obchodního zákoníku vymezena jako čistý obchodní majetek, který je zde definován jako: „obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“ (Zákon č. 513/1991 Sb.)

Pro oceňování v podmínkách České republiky je nejčastěji využíván čistý obchodní majetek, tedy ocenění netto (Mařík a kol., 2007, s. 17).

3.1.3 Hodnota podniku

Hodnota podniku není věcí jednoznačnou a neměnnou a rozhodně ji nelze nazvat objektivní. Závisí totiž především na budoucím očekávaném užitku, který chceme držením podniku získat (Mařík a kol., 2007, s. 20). Tento užitek pak můžeme rozdělit

na užitek finanční a užitek, který není možné pomocí peněz vyjádřit (moc, vliv, společenské postavení apod.).

Podle Maříka (2007, s. 20) není hodnota podniku vlastně nic jiného než určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřená v penězích. Je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) diskontovanými na jejich současnou hodnotu. Příjmy v dlouhém budoucím časovém horizontu lze však pouze odhadovat, nikoliv objektivně určit. Oceňování podniku znamená tedy pouze odhad jeho hodnoty.

Z pohledu mezinárodních oceňovacích standardů je hodnota podniku v podstatě chápána jako hodnota tržní, tedy hodnota, o které se předpokládá, že by se na ní pravděpodobně dohodly kupující strana se stranou prodávající. Hodnota je tak odhadem pravděpodobné ceny, která by měla být zaplacena v dané době v souladu s konkrétní definicí hodnoty (Mařík a kol., 2007, s. 21).

3.2 Kategorie hodnoty

Existuje několik základních činitelů, které mají vliv na výsledné rozdělení kategorií hodnoty podniku. Je třeba zamyslet se nad tím, kolik je průměrný kupující za podnik ochoten zaplatit, jakou hodnotu pro něho podnik má a také jakou hodnotu lze považovat za nespornou.

Na základě těchto hledisek můžeme rozlišit 4 základní přístupy k oceňování podniku (Mařík a kol., 2007, s. 22):

1. tržní hodnota
2. subjektivní hodnota
3. objektivovaná hodnota
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy

3.2.1 Tržní hodnota

Pojem tržní hodnoty předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu. Proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel udělal adekvátní a relevantní průzkum trhu. Tam, kde jsou údaje o trhu omezené či vůbec neexistují, musí oceňovatel objasnit

situaci a uvést, zda byl nějakým způsobem omezen kvůli neadekvátnosti údajů. Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při prodeji podniku, v případě, že není znám konkrétní kupující anebo při uvedení podniku na burzu (Mlčoch, J., 1998, s. 28).

Definicí tržní hodnoty se zabývá mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Commitee (IVSC), která zdůrazňuje především fakt, že tržní hodnota aktiva je výrazem spíš jeho trhem uznané použitelnosti než jeho čistě fyzického stavu. V mezinárodních oceňovacích standardech můžeme nalézt definici, která tržní hodnotu označuje jako „odhadnutou částku, 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.“ (Mařík a kol., 2007, s. 22).

U všech současných přístupů k definici tržní hodnoty, je patrná shoda v tom, že reprezentuje směnu mezi dvěma dobře informovanými subjekty, které jednají dobrovolně a je rovněž bezprostředně spjata s výdělkovou schopností podniku (Kislingerová, E., 2001, s. 17).

3.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Pokud je podnik chápán jako celek a tedy jedinečné a méně likvidní aktivum, je třeba zdůraznit, že jeho hodnota je věcí jedinečnou a je dána pravděpodobnou cenou na trhu. Prioritou při určování hodnoty je pak názor účastníků transakce (Mařík a kol., 2007, s. 26). Hodnota je dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, stávajícího vlastníka atd.

Mezinárodní oceňovací standardy označují subjektivní hodnotu jako „investiční hodnotu“ a definují ji jako „hodnotu majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů s určitými investičními cíly a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“ (Mařík a kol., 2007, s. 26).

Základní charakteristiky investiční hodnoty jsou následující (Mařík a kol., 2007, s. 27):

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám, obvykle směrem dolů. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídících pracovníků oceňovaného podniku, případně investora.

2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Investiční hodnota je v rozhodující míře utvořena subjektivními názory, představami a podmínkami toho konkrétního subjektu, který hodnotu stanovuje.

3.2.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota, nazývaná také někdy jako hodnota odhadců, je považována za určitý protiklad subjektivní hodnoty. Měla by odpovědět na otázku, jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou. V prvním stupni bere v úvahu jen všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. V druhém pak přihlíží k obecně známým faktům, která mají na ocenění vliv, přestože se týkají budoucnosti a jejich působení nemusí být jednoznačné. Až ve třetím stupni pak lze do ocenění promítnout subjektivní hledisko, jakého je využíváno v případě subjektivní hodnoty (Mařík a kol., 2007, s. 27).

Objektivizovaná 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 zajistit co největší reprodukovatelnost ocenění. Mezi tyto zásady můžeme zařadit například požadavek na udržování substance, ocenění na základě volného zisku, rozdělení majetku na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní, zohlednění možnosti změn v podniku, volba jasné a jednoznačné metody ocenění, předpoklad setrvání současného managementu a zohlednění daní (Mařík a kol., 2007, s. 28).

3.2.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na tzv. subjektivním postoji. Tvrdí, že není třeba ocenění modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale je třeba zohlednit funkci, kterou

má ocenění plnit a zohlednit, pro koho a z jakého důvodu je ocenění prováděno. Ocenění, a s ním i oceňovatel, může plnit několik funkcí, kterými jsou (Mařík a kol., 2007, s. 30 – 32):

a) funkce poradenská – jejím smyslem je poskytnout kupujícímu podklady a informace o:
   - maximální ceně, kterou ještě může kupující zaplatit, aniž by na transakci prodělal (tzv. hraniční cena kupujícího)
   - minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal (tzv. hraniční cena prodávajícího)

b) funkce rozhodčí – jedná se o výkon funkce nezávislého oceňovatele (rozhodčího), který by měl:
   - alespoň odhadnout hraniční ceny účastníků transakce
   - nalézt spravedlivou cenu v rámci odhadnutého rozpětí

c) funkce argumentační – oceňovatel hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání

d) funkce komunikační – jedná se o poskytování podkladů pro jednání s veřejností, především s investory a bankami

e) funkce daňová – hlavním cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

Kolínská škola a zejména rozhodčí hodnota má rozhodující význam v případě podnikových transformací, ale i při prodeji podniku.

3.3 Důvody pro ocenění podniku

Proces ocenění je vždy prováděn proto, aby objednateli přinesl nějaký užitek, který závisí na potřebách objednatele a na cílech, kterým má ocenění sloužit. Podněty k ocenění mohou být velmi různorodé. Může se jednat např. o prodej či koupi podniku, vstup nového společníka do společnosti, fúzi nebo rozdělení podniku. Obecně lze

všechny tyto události rozdělit do dvou skupin v závislosti na tom, zda dochází, či nedochází k vlastnickým změnám (Mařík a kol., 2007, s. 35).

Jestliže vyjdeme z kritéria vztahu vlastníka k procesu ocenění, můžeme rozeznat dvě základní skupiny důvodů (Mlčoch, J., 1998, s. 20 – 21):

1. Motivy ocenění podniku z vůle vlastníků:
   - změna vlastnických vztahů – koupě či prodej podniku, přijetí nebo vystoupení společníků, splynutí podniků nebo rozdělení podniku, dědické řízení,
   - uvažovaná změna stavu kapitálu nebo jeho struktury,
   - rozhodování při uvádění podniku na burzu,
   - garance (zajištění úvěru, vstup do pojistných smluv),
   - uvažované ukončení podnikání (sanace, likvidace podniku),
   - vnitřní potřeba hodnocení úspěšnosti podnikání.
2. Motivy ocenění podniku nezávislé na vůli vlastníků:
   - ocenění majetkových účastí společníků (pokud jsou spory),
   - ocenění pro účely zdanění,
   - ocenění v rámci poskytování úvěru.

U každého ocenění by mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí (Mařík a kol., 2007, s. 36).

3.4 Základní postup při oceňování podniku

Mařík (2007, s. 53) doporučuje obecný postup pro provedení ocenění, který sestává z následujících kroků:

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
    a) Strategická analýza
    b) Finanční analýza pro zjištění celkového finančního zdraví podniku
    c) Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná
    d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
    e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění
    a) Volba metody
    b) Ocenění podle zvolených metod
    c) Souhrnné ocenění

Tento postup však nelze brát jako absolutní a neměnný. Je možné jej především na základě konkrétních podmínek, požadavků a podnětů k ocenění upravit. Před zahájením práce je nezbytné vyjasnit si, z jakého důvodu bude oceňování prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění, čemuž by měla být podřízena i volba technik (Mařík a kol., 2007, s. 53).

3.4.1 Sběr vstupních dat

Po vymezení základních cílů ocenění je možné začít se sběrem vstupních informací. Mimo základních identifikačních údajů společnosti, jejich účetních výkazů, výročních zpráv popř. podnikových plánů je nutné zjistit i takové informace, které souvisejí s relevantním trhem. Jedná se o vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, zjištění jeho velikosti, vývoje, včetně faktorů vývoje, a jeho segmentace. S tím také souvisí informace o jeho konkurenční struktuře, tzn. určení hlavních přímých konkurentů, možných substitutů a mimo jiné bariér vstupu do odvětví (Mařík a kol., 2007, s. 54).

Další skupinou informací, potřebných při stanovení hodnoty podniku, jsou data týkající se jednak marketingu a odbytu, ale také výroby a dodavatelů. Řadíme sem data o struktuře odbytu a odbytových cestách, hlavních produktech, reklamě, cenách a cenové

politice. Dále nás zajímá charakter výroby, kapacity a jejich využití, řízení kvality, stav dlouhodobého majetku a investiční aktivita firmy. Co se týká informací o dodavatelích, snažíme se získat informace jako je struktura dodávek, závislost oceňovaného podniku na dodavatelích, úroveň logistiky a stav a úroveň zásob (Mařík a kol., 2007, s. 55).

Třetím okruhem informací jsou informace týkající se situace na trhu práce a zaměstnanců, jejich struktury a fluktuace. Jedná se také o informace ohledně atmosféry na pracovištích, personálních nákladech a produktivitě práce (Mařík a kol., 2007, s. 56).

3.4.2 Strategická analýza

Strategická analýza zahrnuje různé analytické techniky využívané pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku, zahrnujícím makrookolí, odvětví, konkurenční síly, trh, konkurenty, a zdrojovým potenciálem podniku. Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku. Velmi důležité je posoudit vzájemné vztahy a souvislosti, které mezi faktory existují (Sedláčková, H., 2000, s. 3).

Hlavním bodem strategické analýzy by mělo být vymezení relevantního trhu, tedy trhu, který je příslušný pro oceňovaný podnik. V této oblasti by měly být provedeny následující kroky (Mařík a kol., 2007, s. 58):

1. Získat základní data o trhu

   Za tyto základní data považujeme odhad velikosti relevantního trhu, vývoj trhu v čase, popřípadě segmentaci trhu.

2. Posoudit atraktivitu trhu

   Analýza atraktivity trhu by měla přispět především k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem. Mezi hlavní kritéria atraktivity trhu můžeme zařadit jeho růst, velikost, intenzitu přímé konkurence, průměrnou rentabilitu, možnosti substitutů, bariéry vstupu, citlivost trhu na konjunkturu a v neposlední řadě strukturu a charakter zákazníků.

3. Zpracovat prognózu vývoje trhu

   Východiskem odhadu vývoje trhu by měla být analýza hlavních činitelů, které na trh působí, což zahrnuje národohospodářské faktory, obecné faktory poptávky a faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů, jako jsou spotřební zvyklosti a módní trendy.

V druhém kroku strategické analýzy by měla být provedena analýza vnitřního potenciálu podniku a analýza konkurence. Jejím hlavním cílem je odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Zahrnuje zejména identifikaci konkurentů a stanovení dosavadních tržních podílů a jejich odhad do budoucna. Z výsledků předchozích kroků bychom měli vyvodit prognózu tržeb a zdůvodnit ji (Mařík a kol., 2007, s. 59).

3.4.3 Finanční analýza

Účelem a smyslem finanční analýzy je provést, s pomocí speciálních metodických prostředků, diagnózu finančního hospodaření podniku, podchytit všechny jeho složky, případně při podrobnější analýze zhodnotit blíže některou ze složek finančního hospodaření. V nejužším slova smyslu představuje finanční analýza rozbor údajů, jejichž prvotním a zpravidla hlavním zdrojem je finanční účetnictví (Valach, J., 1997, s. 75).

Poslání a využívání finanční analýzy lze shrnout do tří vzájemně propojených úkolů (Sedláček, J., 2001, s. 10):

- Zjišťovat pozitivní a negativní trendy firmy, poskytovat zpětnou vazbu o naplňování strategických cílů především vrcholovému vedení
- Odhalit příčiny pozitivního či negativního vývoje, neboť samotný výpočet ukazatelů nabízí pouze jeho symptomy
- Stanovit aktivity, které podpoří pozitivní vývoj a změní negativní výsledky

Analýza absolutních ukazatelů

Horizontální analýza účetních výkazů umožňuje porovnat vývoj jednotlivých položek účetních výkazů. Chceme-li vhodným způsobem kvantifikovat meziroční změny, nabízí se dva možné postupy. Je možné využít absolutního nebo relativního vyjádření změny, zjišťujeme tedy, o kolik procent se změnily jednotlivé položky, popř. o kolik se změnily v absolutních číslech (Sedláček, J., 2001, s. 15).

- ***absolutní změna = ukazatel*** $_{t}$ ***– ukazatel*** $_{t-1}$
- ***relativní změna = absolutní změna / ukazatel*** $_{t-1}$ **** 100***, kde ***t*** = příslušný rok

Vertikální analýza, také označována jako procentní rozbor komponent, umožňuje srovnat účetní výkazy daného roku s výkazy minulých let a zejména pak porovnat několik společností různých velikostí. Pojem „vertikální“ je zde zmíněn v tom smyslu, že technika rozboru bývá zpracována v jednotlivých letech od shora dolů, nikoliv napříč jednotlivými roky. Vertikální analýza sleduje strukturu finančního výkazu vztaženou k nějaké veličině. V případě rozvahy to zpravidla bývá celková bilanční suma (Sedláček, J., 2001, s. 17).

Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou formou číselného vztahu, do kterého jsou uváděny účetní informace. Umožňují získat rychlý a nenákladný obraz o základních charakteristikách podniku, umožňují provádět časové srovnání a průřezové a srovnávací analýzy. Konstrukce a výběr ukazatelů je podřízen hlavně tomu, aby byl relevantní ke zkoumanému problému nebo prováděnému rozhodnutí (Valach, J., 1997, s. 76).

Ukazatele zpravidla dělíme do čtyř základních skupin:

- ukazatele zadluženosti
- ukazatele likvidity
- ukazatele aktivity
- ukazatele rentability

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti sledují vztah mezi cizími a vlastními zdroji financování podniku a určují rozsah, v jakém je firma financována cizími zdroji. Také měří její schopnost pokrýt svoje závazky (Synek a kol., 2003, s. 359).

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity měří schopnost podniku vyrovnat své splatné závazky. Zabývají se nejlikvidnější částí aktiv společnosti a rozdělují se podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele z rozvahy (Sedláček, J., 2001, s. 73).

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity, označované též jako ukazatele obratovosti nebo vázanosti kapitálu, měří, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Má-li jich více než je účelné, vznikají zbytečné náklady a tím i nízký zisk. Má-li jich málo, přichází o tržby, které by mohl získat (Valach, J., 1997, s. 84).

Ukazatele aktivity se mohou vyskytovat ve dvou podobách:

1. obrat udává počet obrátek za stanovený časový interval
2. doba obratu vyjadřuje délku období, za kterou dojde k jednomu obratu

Ukazatele rentability

Rentabilita, také označovaná jako výnosnost nebo ziskovost, je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisky použitím investovaného kapitálu. Je vyjádřením míry zisku z podnikání. Rentabilita je obecně vyjadřována jako poměr zisku k částce vloženého kapitálu (Valach, J., 1997, s. 78).

Modely predikce finanční tísně podniku

Predikce finanční tísně neboli systémy včasného varování umožňují zjistit a včas upozornit, zda se podnik v budoucnu nebude potýkat s finančními problémy. Nejlepší obranou proti finančním potížím je finanční zdraví. Je-li však značně oslabeno, dostane se podnik do finanční tísně, která může přerůst ve finanční krizi a skončit úpadkem. Bankrotní modely vycházejí z toho, že finanční problémy podniku je možno rozeznat podle určitých příznaků, před tím, než se skutečné problémy plně projeví. Zahrnuje

modely, které vydávají varovné signály s určitým časovým předstihem (Synek a kol., 2003, s. 375).

Existuje celá řada modelů, s jejichž pomocí se dá předvídat budoucí finanční situace podniku. Mezi nejznámější patří Altmanův (Z-score) model a Index důvěryhodnosti IN. V této práci je využitý Index důvěryhodnosti českého podniku s vahami pro celé národní hospodářství i pro odvětví energetiky a Tafflerův model.

3.4.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Pro většinu metod oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud je to jen trochu možné, mělo by být rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná provedeno. Zároveň s tím by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady související s těmito nepotřebnými aktivy (Mařík a kol., 2007, s. 119).

Provozně potřebná aktiva neboli aktiva nezbytná pro základní „business“, jsou aktiva v přiměřené velikosti a struktuře, které podnik potřebuje pro základní podnikatelské zaměření. Ostatní aktiva označujeme jako aktiva provozně nenutná nebo též neprovozní. Toto rozdělení aktiv vždy závisí na situaci konkrétního podniku, přičemž platí, že neprovozní aktiva by měla být oceňována samostatně (Mařík a kol., 2007, s. 119).

3.4.5 Generátory hodnoty

Pojem generátor hodnoty se začal objevovat v odborné literatuře v USA v souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty (share value). Generátory hodnot se zde rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Při stanovení hodnoty podniku pracujeme s těmito generátory hodnoty (Mařík a kol., 2007, s. 125):

1. tržby (obrat) a jejich růst
2. marže provozního zisku (případně korigovaného provozního zisku)
3. investice do pracovního kapitálu
4. investice do dlouhodobých provozně nutných aktiv

5. diskontní míra
6. způsob financování (především pak velikost a podíl cizích zdrojů)
7. doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (jinak také doba existence podniku)

Tržby

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Samozřejmě výsledky strategické analýzy nemusí být definitivní. Tato prognóza může být korigována kapacitními možnostmi podniku (Mařík a kol., 2007, s. 126).

Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je druhým klíčovým generátorem hodnoty. Základní přístup k projekci ziskové marže by měl vycházet z jejího vývoje za minulost. Analýza minulosti musí být doplněna o analýzu hlavních faktorů, které na marži působily, a dále je třeba určit, které faktory a jak na ni budou působit v budoucnosti. Faktorem, který zásadním způsobem ovlivňuje ziskovost určitého oboru podnikání, je především intenzita konkurence. Provozní ziskovou marži můžeme definovat jako poměr (Mařík a kol., 2007, s. 127):

- ***Provozní zisková marže = Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi / tržby***

Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je obvykle chápan jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobým cizím kapitálem podniku. Pro účely ocenění je však nutné tvar ukazatele modifikovat. Výpočet upraveného pracovního kapitálu je následující (Mařík a kol., 2007, s. 132 – 133):

Krátkodobý finanční majetek

+ zásoby

+ pohledávky

- neúročené závazky

+ ostatní aktiva

- ostatní pasiva

= Pracovní kapitál

Důležitou součástí tohoto generátoru je analýza a plánovaní pohledávek, zásob a závazků. Dle Maříka (2007, s. 135) postupujeme následovně:

1. Analyzujeme náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti
2. Zjistíme hlavní příčiny sledovaného vývoje
3. Učiníme předpoklady ohledně působení zjištěných faktorů do budoucnosti a odhadneme vývoj náročnosti výkonů na položky pracovního kapitálu

Následně vypočteme koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál podle vzorce (Mařík a kol., 2007, s. 136):

- k_{WC} = ***Δpracovního kapitálu / Δtržeb***

Investice do dlouhodobého majetku

Plánování investiční činnosti je jedna z nejobtížnějších částí analýzy generátorů hodnoty. Je tomu tak z toho důvodu, že se zpravidla nevyvíjejí plynulým způsobem, a je tedy obtížnější použít extrapolaci. Vhodným východiskem je zde analýza minulosti, kdy zkoumáme relaci mezi přírůstky provozně nutného dlouhodobého majetku a tržbami, popř. relaci mezi jejich přírůstky. Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst investičního majetku vypočteme podle vzorce (Mařík a kol., 2007, s. 137):

- k_{DMx} = ***Δprovozně nutného dlouhodobého majetku / Δtržeb***

Diskontní míra

Stanovení diskontní míry výrazným způsobem ovlivní celkovou hodnotu podniku. Její úlohou je převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit také míru rizika spojenou s investicí. Použijeme-li ocenění na bázi diskontovaných peněžních toků, pak je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, jejichž výpočet je následující (Mařík a kol., 2007, s. 207):

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

n_{CK} očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku

d sazba daně z příjmu

CK tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)

$n_{VK(Z)}$ očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení

VK tržní hodnota vlastního kapitálu

K celková tržní hodnota investovaného kapitálu

Náklady na cizí kapitál se určí jako propočet váženého průměru z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Pro výpočet efektivní úrokové míry platí vzorec (Mařík a kol., 2007, s. 212):

- $D = \sum_{t=1}^{n} \frac{U_t(1-d)+S_t}{(1+i)^k}$, kde

D čistá částka peněz získaná výpůjčkou

U_t úrokové platby

d sazba daně z příjmu

S_t splátka dluhu za dohodnutý časový interval

n počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu

i hledaná úroková míra

K výše uvedeným vzorcům je nutné dodat, že snížení nákladů o daňový štít (1 – d) lze uplatnit pouze jedenkrát. Je tak zajištěna platnost obou vzorců současně a zamezíme dvojímu zdanění nákladů.

Náklady vlastního kapitálu jsou dány výnosovým očekáváním investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Princip odhadu je tedy stejný jako při posuzování nákladů na cizí kapitál. Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu lze využít různé metodické postupy např. stavebnicový model, dividendový model nebo na základě průměrné rentability. V praxi nejpoužívanějším je však model CAPM (Capital Asset Pricing Model) neboli model oceňování kapitálových aktiv, který je i přes řadu problémů spojených s jeho aplikací, zejména v našich ekonomických podmínkách, považován za nejpřesnější způsob kalkulace i pro tržní ocenění (Mařík a kol., 2007, s. 215).

Po vypočtení jednotlivých generátorů hodnoty můžeme přistoupit k prvnímu předběžnému ocenění podniku založeného na principu peněžních toků. Pro odhad výnosové hodnoty podniku jako celku (H_b) můžeme využít vzorec (Mařík a kol., 2007, s. 147):

- $$H_b = \frac{X_{t-1}.(1+g).r_{ZPx}.(1-d) - X_{t-1}.g.(k_{WC} + k_{DMx})}{i_k - g}$$, kde

X	velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky
g	tempo růstu tržeb
r_{ZPx}	provozní zisková marže přepočtená z korigovaného výsledku hospodaření
d	sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření
k_{WC}	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
k_{DMx}	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku
t	rok

3.4.6 Finanční plán

Finanční plán je v rámci běžného řízení podniku součástí podnikového plánu, který by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, odrážet jeho vize a jasné strategie. Kompletní finanční plán pro oceňovaný podnik by měl být sestaven vždy, když se

rozhodneme použít některou z výnosových metod ocenění podniku. Tento plán by měl obsahovat plán hlavních finančních výkazů – rozvahy, výsledovky a výkazu peněžních toků (Mařík a kol., 2007, s. 149).

Po sestavení finančního plánu následuje volba metody a souhrnné ocenění, při kterém je přiřazena každé metodě určitá funkce a zároveň se vykalkulují výsledné hodnoty podniku.

3.5 Základní metody oceňování

Finanční ocenění podniku si klade za cíl vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Potenciál podniku je tedy oceněn peněžitým ekvivalentem. Výsledná hodnota, kterou hledáme, se většinou opírá o více oceňovacích metod. V zásadě existují tři okruhy oceňovacích metod (Mařík a kol., 2007, s. 37):

1. Metody opírající se o analýzu výnosů (výnosové metody)
   - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
   - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
   - Kombinované výnosové metody
   - Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
2. Metody založené na analýze aktuálních cen na trhu (tržní metody)
   - Ocenění na základě tržní kapitalizace
   - Ocenění na základě srovnatelných podniků
   - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
   - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
3. Metody založené na analýze majetku (majetkové metody)
   - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
   - Likvidační hodnota
   - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
   - Substanční hodnota na principu úspory nákladů

3.5.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

V současné praxi patří modely diskontovaného cash flow (DCF) k modelům, které mají největší užití zejména v anglosaských zemích. Jejich využívání se však trvale rozšiřuje i v praxi českých podniků, kde má své oprávněné a významné místo (Kislingerová, E., 2001, s. 157).

V rámci metody diskontovaného cash flow se lze v praxi nejčastěji setkat se dvěma základními modifikacemi (Mařík a kol., 2007, s. 165):

- Metoda DCF entity – vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele podniku
- Metoda DCF equity – vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku

Výpočet pomocí metody DCF entity probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku brutto, tj. hodnotu podniku jako celku. Od této pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu podniku netto neboli hodnotu vlastního kapitálu (Mařík a kol., 2007, s. 165).

Výpočet peněžních toků v budoucnosti, tzv. volné cash flow FCF, někdy označované jako volné peněžní toky do firmy FCFF, lze provést podle následujícího schématu (Mařík a kol., 2007, s. 170):

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)

- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem

+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem

+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky (provozně nutné)

- Finanční náklady související s provozním majetkem

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVD)

- Upravená daň z příjmů

= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPV)

+ Odpisy

+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období

= Předběžný peněžní tok z provozu

- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)

= **Volný peněžní tok (FCF)**

Pro stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity se obvykle v praxi používá tzv. dvoufázová metoda. Vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku podle dvoufázové metody se vypočítá následovně (Mařík a kol., 2007, s. 177-178):

- $H_b = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$, kde

T délka první fáze v letech

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

PH pokračující hodnota

Pokračující hodnota vyjadřuje hodnotu podniku za období druhé fáze neboli současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze do nekonečna. Jednou z možností jejího výpočtu je použití Gordonova vzorce (Mařík a kol., 2007, s. 183):

- $PH = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$, kde

T poslední rok prognózovaného období

g předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

FCF volný peněžní tok

3.5.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda oceňování je preferována zejména v německy mluvících zemích. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (zisků) je metodou „netto“, tj. výnosovou hodnotu podniku počítáme z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. V závislosti na tom, jak sou chápány čisté výnosy, rozlišujeme dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů (Mařík a kol., 2007, s. 258):

1. varianta

Tato varianta vychází z předpokladu, že čistý výnos je určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Je možné ji prakticky ztotožnit s metodou DCF equity.

2. varianta

Její základní odlišnost od první varianty spočívá v tom, že čistý výnos je odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílu účetně chápaných výnosů a nákladů.

Zásady pro oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů (Mařík a kol., 2007, s. 260):

- pro ocenění je určující jeho účel
- podnik je třeba oceňovat jako hospodářskou jednotku
- princip rozhodného dne
- ocenění provozně nutného majetku
- oddělené ocenění neprovozního majetku
- zásada transparentnosti posudku

<u>Stanovení výnosové hodnoty paušální metodou</u>

Paušální metoda je vhodná zejména u podniků, u nichž je jakákoliv prognóza obtížná. Jde o podniky s určitou minulostí, ale jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná. Paušální varianta metody kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje následujícími rysy (Mařík a kol., 2007, s. 271):

1. Základem ocenění je výnosový potenciál k datu ocenění
2. Budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu
3. Předpoklad udržení dosavadního potenciálu investicemi ve výši odpisů
4. Jádrem ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení
5. Paušální metoda v zásadě odpovídá tzv. metodě přímé kapitalizace
6. Jsou zkoumány výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let, pro výpočet trvalého výnosu používáme průměr za celé minulé období, přičemž dřívější léta mají menší váhu než léta pozdější

Vlastní postup výpočtu paušální metodou lze shrnout do několika kroků s následujícími úpravami (Mařík a kol., 2007, s. 273):

1. Analýza a úprava minulých výsledků hospodaření
   - je nutné odpisy v pořizovacích cenách nahradit odpisy v reprodukčních cenách, rozdíl je možno považovat za zisky, které je nutné v podniku držet
   - je nutné přihlížet k novým daním, protože ne všechny úpravy výsledku hospodaření se do daní promítají, změnu daňové sazby je třeba brát v úvahu
   - všechny upravené výsledky hospodaření za minulost je třeba přepočítat na cenovou hladinu k datu ocenění, neboť tato metoda je založena na předpokladu stálých cen
2. Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (TOČV) k rozdělení jako váženého průměru minulých upravených čistých výnosů
   - $TOCV = \frac{\sum_{t=1}^{K} q_t CV_t}{\sum_{t=1}^{K} q_t}$, kde

$ČV_t$ minulé upravené čisté výnosy

q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok

K počet minulých let zahrnutých do výpočtu

3. Zpracujeme výhled do budoucnosti a posoudíme růstové možnosti podniku

4. Kalkulovanou úrokovou míru očistíme o inflaci, neboť se počítá se stálými cenami

5. Vypočítáme výnosovou hodnotu podniku jako:

   - $H_n = \frac{TOCV}{i_k}$, kde

H_n	výnosová hodnota vlastního kapitálu
TOČV	trvale odnímatelný čistý výnos
i_k	kalkulovaná úroková míra očištěná o inflaci

4 Profil společnosti

Obchodní firma:	Jihomoravská plynárenská, a.s.
Sídlo:	Plynárenská 499/1, Brno, PSČ 657 02
IČO:	49970607
Právní forma:	akciová společnost
Datum vzniku:	1. ledna 1994
Základní kapitál:	2 687 482 800 Kč
Dceřiná společnost	JMP Net, s.r.o.

Jihomoravská plynárenská, a.s., je regionální obchodní plynárenskou společností, která zabezpečuje prodej zemního plynu zákazníkům všech kategorií v krajích Jihomoravském, Zlínském, Vysočina a částečně i Olomouckém, Pardubickém a Jihočeském. Jihomoravská plynárenská, a.s., je společností orientovanou na zákazníka, která poskytuje řadu dalších služeb v oblasti plynárenství. Má největší počet zákazníků a dosahuje nejvyšších objemů prodeje zemního plynu v České republice.

Historie společnosti sahá až do roku 1840, jako akciová společnost byla zapsána do obchodního rejstříku dne 1. ledna 1994, a její sídlo je v Brně.

Začátkem roku 2001 byl v České republice zahájen největší evropský privatizační projekt plynárenství. Na konci téhož roku došlo k prodeji státního podílu v Transgas, a.s. a regionálních distribučních společnostech německé společnosti RWE. V květnu 2002 byla privatizace ukončena a akcie společnosti Transgas, a.s. a šesti regionálních distribučních společností včetně JMP, a.s. byly převedeny na nového vlastníka – RWE Gas AG. V roce 2005 změnila společnost svoji obchodní značku a logo jako vyjádření sounáležitosti k energetické skupině RWE. V červnu 2006 byla v souladu s Energetickým zákonem založena společnost JMP Net, s.r.o., která je dceřinou společností Jihomoravské plynárenské, a.s., a která od 1. ledna 2007, jako provozovatel distribuční soustavy, převzala v plném rozsahu distribuci zemního plynu zajišťovanou do té doby společností samotnou. Oddělením obchodních a distribučních činností tak

dochází na základě požadavků směrnice Evropské unie a novely energetického zákona k úplné liberalizaci trhu se zemním plynem.

Majoritním akcionářem je společnost RWE, která určuje hlavní korporátní strategii. Akcionářskou strukturu společnosti znázorňuje tabulka č. 1.

Tabulka č. 1: Akcionáři JMP, a.s. k 31. prosinci 2009

Název	Sídlo	Podíl na základním kapitálu v %
RWE Gas International B.V.	Diamantlaan 15, 2132 WV Hoofddorp, Nizozemské království	47,66
RWE Transgas, a.s.	Limuzská 12/3135, 100 98 Praha 10 – Strašnice, ČR	2,46
E.ON Czech Holding AG	Denisstrasse 2, 803 35 Mnichov, SRN	43,73
Ostatní právnické osoby	---	5,10
Fyzické osoby	---	0,56
Města a obce	---	0,49

Zdroj: Výroční zpráva JMP, a.s.

5 Strategická analýza

5.1 Analýza makroprostředí

Pro analýzu vnějšího prostředí byla využita PESTE analýza, která rozděluje vlivy makrookolí do 5 základních skupin, tj. politické a legislativní, ekonomické, sociální, technické a technologické a ekologické.

Politické a právní prostředí

Významné události a změny, které měly vliv na odvětví energetiky:

- liberalizace trhu se zemním plynem

1. ledna 2007 došlo v České republice k úplné liberalizaci trhu se zemním plynem. Všichni koneční zákazníci včetně domácností se stali tzv. oprávněnými zákazníky, tj. zákazníky, kteří mají právo zvolit si svého dodavatele plynu. Cílem liberalizace bylo umožnit volnou soutěž v obchodování se zemním plynem, snížení cen a zkvalitnění služeb.

- unbundling

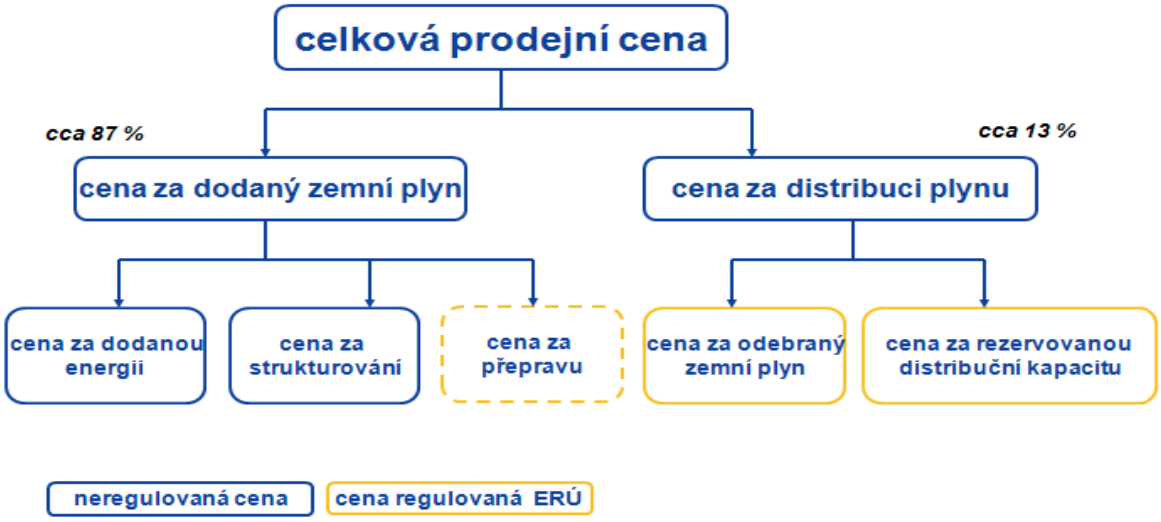
Unbundling je evropskými směrnicemi a zákonem nařízené oddělení distribuce zemního plynu od samotného obchodu se zemním plynem. Tento požadavek určuje rozdělení stávajících plynárenských společností na dva samostatné právní subjekty, a to provozovatele distribuční soustavy a obchodníka se zemním plynem. Cílem změn, které s sebou unbundling přináší, je vytvoření nediskriminačního prostředí pro všechny hráče na energetickém trhu a eliminace zneužívání postavení integrovaného podnikatele. Podle energetického zákona měly plynárenské společnosti povinnost realizovat tento proces do 1. ledna 2007.

- ukončení regulace cen plynu

Od 1. dubna 2007 Energetický regulační úřad (ERÚ) ukončil regulaci cen plynu a nadále stanovuje ceny za přepravu a distribuci. Výsledná cena dodávek zemního plynu pro konečného zákazníka se tak skládá z regulovaných cen stanovovaných ERÚ

jedenkrát ročně (přeprava a distribuce) a dále z neregulované ceny energie zemního plynu a ceny za strukturování dodávky zemního plynu a obchodní marže.

Graf č. 1: Struktura ceny zemního plynu



Zdroj: RWE, tiskové zprávy 2008 a 2009

- novela energetického zákona – 158/2009 Sb.

Novela energetického zákona s účinností od 4. července 2009 stanovuje nová pravidla podnikání v energetice, které by tak mělo být snazší a průhlednější. Nově upravený energetický zákon stanovuje míru kontroly nad energetickým trhem, vytváří prostor pro dohodu mezi dodavatelem a odběratelem, určuje, co je nelegální odběr a snižuje administrativní náročnost pro podnikatele.

Základní členění legislativních a technických předpisů používaných v energetice:

Tabulka č. 2: Rozdělení legislativních a technických předpisů pro energetiku

Druh	Forma
Legislativní předpisy	Zákony, nařízení vlády, vyhlášky, směrnice apod.
České technické normy	Normativní dokumenty podle ČSN 45020 (včetně norem přebírajících evropské a mezinárodní normy ČSN EN, ČSN ISO, ČSN EN ISO)
Technická pravidla (TGP), doporučení (TD) a instrukce	Normativní dokumenty přijaté na úrovni odvětví, vyjadřující stav techniky a technicko-organizační opatření a postupy podle ustanovení ČSN EN 45020
Technické informace (TI)	Technické dokumenty sloužící k seznámení technické veřejnosti s konkrétní technickou problematikou

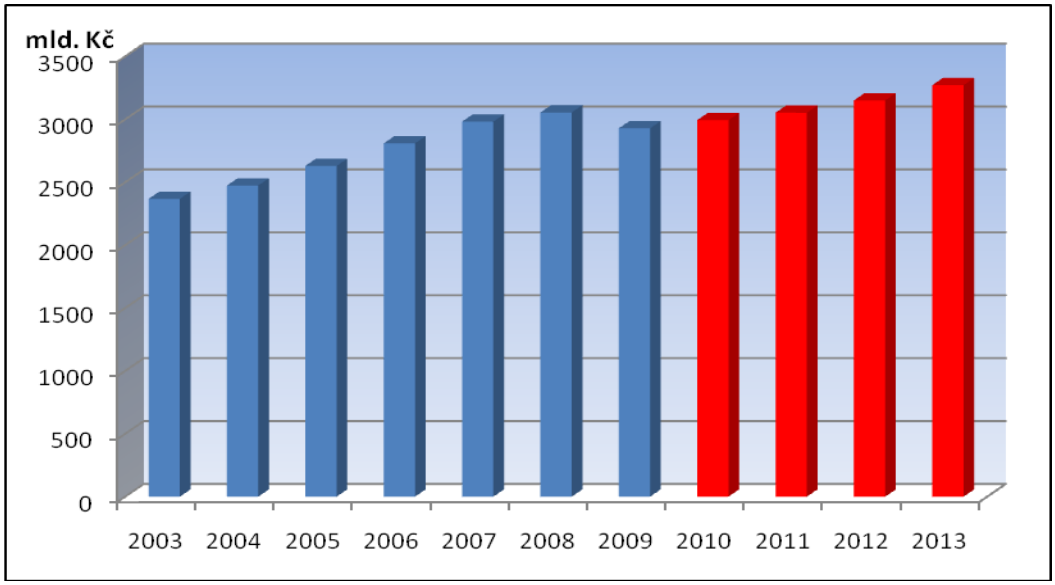
Zdroj: Česká plynárenská unie – legislativa v plynárenství

Podstatnou změnou v oblasti legislativy ČR je snižování daní z příjmu právnických osob. Sazba daně poklesla z 24 % v letech 2006 a 2007 na 21 % od ledna 2008, 20 % od ledna 2009 a 19 % od ledna 2010.

Ekonomické prostředí

Ekonomické prostředí je tvořeno faktory, které vzájemně propojují makroekonomické prostředí s prostředím mikroekonomickým. V důsledku světové hospodářské krize došlo ke zpomalení růstu české ekonomiky, což lze nejlépe ilustrovat na ukazateli hrubého domácího produktu, který umožňuje zhodnotit dynamiku hospodářského růstu státu. Do roku 2008 ukazatel HDP meziročně rostl, v roce 2009, v důsledku dopadu ekonomické krize, došlo k poměrně výraznému meziročnímu poklesu, a to -5,5 %. V následujících letech lze očekávat, že bude mít HDP opět rostoucí tendenci.

Graf č. 2: Vývoj HDP v ČR a jeho predikce v mld. Kč (referenční rok 2000)



Zdroj: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_50259.html

Hospodářství ČR se v posledních letech vyznačovalo poměrně nízkou mírou inflace. Po skokovém zvýšení cenové hladiny na přelomu let 2007 a 2008 v důsledku zrychlení růstu světových cen potravin a ropy poklesla míra inflace v roce 2009 na úrověň 1 %. Na konec roku 2010 prognózuje Česká národní banka inflaci ve výši 1,5 %.

Trh práce zaznamenal v důsledku hospodářské krize negativní vývoj. Míra nezaměstannosti dosáhla na konci roku 2009 8,6 %, což je témeř 4% nárůst oproti roku

2008. Po výraznějším nárůstu nezaměstanosti v prvním kvartálu roku 2010 se ke konci roku očekává snížení na úroveň 7,4 %.

Tabulka č. 3: Vývoj ukazatelů inflace a nezaměstnanosti a jejich predikce

ukazatel (v %)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Míra inflace	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	2,2
Míra nezaměstnanosti	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	8,6	7,4	7,2

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR – makroekonomická predikce (říjen 2010)

Sociální prostředí

Spotřeba zemního plynu v České republice za posledních pět let klesla zhruba o desetinu. Průměrná česká domácnost za poslední desetiletí snížila asi o třetinu svou roční spotřebu tepla. Na tomto trendu se projevují zejména úspory domácností, kvalitnější zateplení, ale také postupné zvyšování podílu energie z obnovitelných zdrojů. V roce 2009 klesla spotřeba zemního plynu přibližně o 6 % ve srovnání s rokem 2008. Recese průmyslové výroby v tomto roce se projevila na spotřebě zemního plynu. Za poklesem stojí především snížený odběr v kategorii velkých a středních odběratelů.

V České republice je nyní plynofikováno 98 % obcí s počtem obyvatel nad 5 000, 94 % obcí s počtem obyvatel nad 2 000 a 88 % obcí s počtem obyvatel nad 1000.

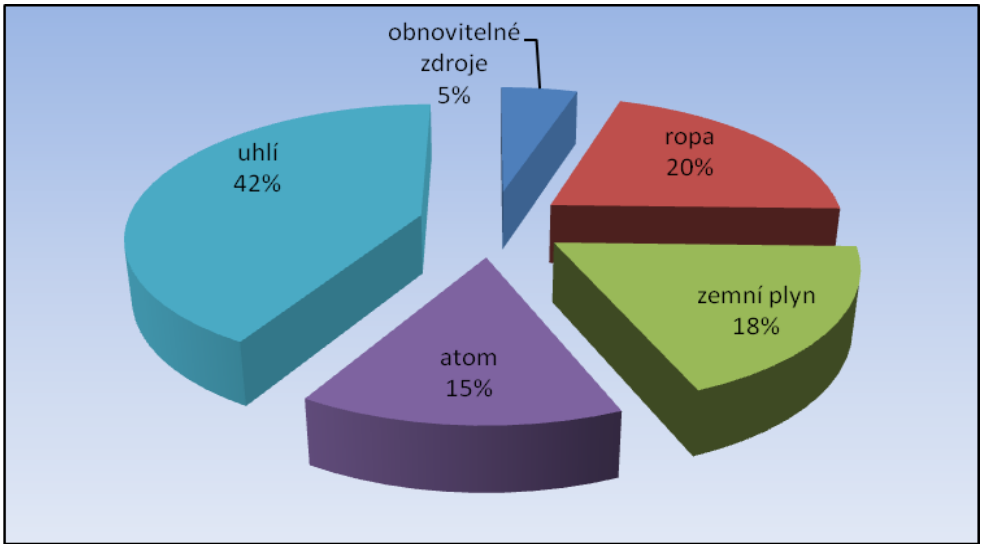
Zemní plyn je širokou veřejností vnímán jako ekonomicky hospodárné, šetrné a ekologické palivo, které při spalování produkuje minimum škodlivých exhalací, je snadno přístupné a spotřebitel nepotřebuje prostory pro jeho skladování. Odborníci spatřují růstový potenciál spotřeby zemního plynu zejména pro výrobu elektřiny a jako efektivní náhradu tradičních pohonných hmot v oblasti dopravy.

Sektor energetiky se v současnosti potýká s nedostatkem kvalifikovaných pracovních sil a tento trend je celoevropský. Postupné stárnutí stávající technické inteligence dělá z energetiky jedno z „nejstarších“ odvětví české ekonomiky s věkovým průměrem blížícím se 50 rokům. Zájem studentů o studium technicky zaměřených oborů stále klesá. Odvětví energetiky se tak dlouhodobě potýká se zvýšenou poptávkou po odbornících energetického strojírenství, konstruktérech, projektantech, vývojových specialistech a mnoha dalších.

Technické a technologické prostředí

Úroveň využívaných technologií a technického rozvoje výrazně ovlivňuje odvětví energetiky a úzce souvisí s produktivitou práce, náklady, kvalitou výrobků a služeb a životním prostředím. I přes velké snahy a pokrok ve využití alternativních zdrojů energie tvoří, a budou i v následujících letech tvořit, celosvětovou základnu pro výrobu energie neobnovitelné zdroje – klasické, založené na spalování fosilních paliv a jaderné, založené na štěpení uranu.

Graf č. 3: Struktura spotřeby energetických zdrojů v ČR (stav v roce 2009)



Zdroj: Ministrestvo průmyslu a obchodu – Státní energetická koncepce (únor 2010)

Pozitivním krokem při řešení využití nových energetických technologií a rozvoje energetického výzkumu je založení technologické platformy Udržitelná energetika ČR v Praze dne 21. května 2009. Cílem této iniciativy je efektivní zprostředkování komunikace a kooperace výrobců, provozovatelů a výzkumných pracovišť, které mají zájem zapojit se do implementace strukturálních a technologických změn v energetickém sektoru. Prostřednictvím této platformy se Česká republika hodlá aktivně podílet na Strategickém plánu energetických technologií Evropské komise.

Očekávaným trendem v oblasti energetiky je především zvyšování energetické účinnosti výrobních zdrojů (zdroje na zemní plyn až 63 %), uplatnění čistých uhelných technologií (CCS technologií) při výrobě elektrické energie a podpora

nízkonákladových alternativ k výrobě elektřiny z obnovitelných zdrojů a kogenerační výroby (plynové a paroplynové elektrárny).

Ekologické prostředí

Ochrana životního prostředí je zásadním hlediskem při posuzování všech hospodářských aktivit ve všech vyspělých zemích, zejména pak v rámci Evropské unie. Klimatické změny ve světě jsou nesporné a přijímaná opatření proti jejich zhoršování, která mají zatím charakter jen střednědobých programů a závazků, se budou dále prohlubovat.

Podle Státní energetické koncepce (SEK), schválené usnesením vlády ČR dne 10. března 2004, energetické hospodářství ČR výrazně snížilo zatěžování životního prostředí, a to díky provedení rozsáhlých a investičně náročných změn a úprav v sektoru energetiky. Česká republika v současné době nemá problémy s dodržením objemově stanovených emisních stropů SO_2 a NO_x. Problémem zůstává emisní strop VOC (těkavé organické sloučeniny) a měrné emise CO_2, které mají stále vyšší úroveň ve srovnání se zeměmi EU. Hlavním cílem podle SEK je tedy splnění závazných emisních stropů EU pro rok 2010, a to SO_2 265 tis. tun, NO_x 286 tis. tun a VOC 220 tis. tun.

V lednu 2008 publikovala Evropská komise tzv. klimaticko-energetický balíček, který byl po úpravách a sjednání určitých výjimek pro některé země, formálně přijat všemi členskými státy EU dne 23. dubna 2009. Uvedený balíček a v něm obsažené legislativní návrhy jsou naplněním závazků vedoucích představitelů EU snížit do roku 2020 emise skleníkových plynů alespoň o 20 % oproti úrovni roku 1990, zvýšit v témže období podíl obnovitelných zdrojů na konečné spotřebě energie na 20 % v rámci celé EU a dosáhnout 10% spotřeby biopaliv v dopravě. Kromě zmíněných ekologických opatření se jeden z legislativních návrhů, v návaznosti na plynovou krizi z ledna 2009 vyvolanou spory Ruska a Ukrajiny, zaměřuje na zlepšení bezpečnosti a konkurenceschopnosti a zvýšení nezávislosti EU v oblasti dodávek energie na dodavatelích z východu.

Od 1. ledna 2008 byla v České republice na základě zákona 261/2007 Sb., o stabilizaci veřejných rozpočtů, zavedena tzv. ekologická daň z paliv. Výše této daně se odvíjí podle toho, jak moc dané palivo škodí životnímu prostředí. Podle tohoto zákona vláda zvýhodňuje jako nejekologičtější zdroj energie zemní plyn. Zákon výslovně osvobozuje

od této daně mimo jiné plyn pro výrobu tepla v domácnostech a domovních kotelnách, plyn určený k výrobě elektřiny a plyn určený ke kombinované výrobě elektřiny a tepla, pokud je toto teplo dodáváno domácnostem.

5.2 Charakteristika a struktura odvětví

Plynárenství se od ostatních energetických odvětví, elektroenergetiky a teplárenství, zásadně odlišuje, a to tím, že se jedná o trh, který je téměř stoprocentně závislý na cizích zdrojích. Český plynárenský systém je složen z následujících účastníků:

1. společnost RWE Transgas Net, s.r.o., která je současným držitelem výlučné licence na přepravu plynu a je tak jediným provozovatelem přepravní soustavy v ČR.

2. šest provozovatelů regionálních distribučních soustav, jejichž zařízení je přímo napojeno na přepravní soustavu a mají více než 90 tis. zákazníků. Jsou to Pražská plynárenská Distribuce, a.s., E.ON Distribuce, a.s., RWE GasNet (dříve STP Net, SČP Net a ZČP Net), VČP Net, s.r.o., JMP Net, s.r.o. a SMP Net, s.r.o. Mimo E.ON Distribuce, a.s. a Pražská plynárenská Distribuce, a.s. patří všichni ostatní provozovatelé regionálních distribučních soustav do plynárenské skupiny RWE Energy AG.

3. více jak 80 provozovatelů lokálních distribučních soustav, jejichž zařízení není přímo připojeno na přepravní soustavu nebo mají ke konci kalendářního roku méně než 90 tis. připojených zákazníků.

4. obchodníci s plynem, tj. společnosti zaměřené na prodej zemního plynu koncovým zákazníkům, které vznikly z původních regionálních distribučních společností po dokončení procesu unbundlingu. Jsou jimi RWE Transgas, a.s., Pražská plynárenská, a.s., E.ON Energie, a.s. (do 30. června 2007 Jihočeská plynárenská, a.s.), RWE Energie (vznikla 1. června 2009 fúzí společností Středočeská plynárenská, a.s., Severočeská plynárenská, a.s. a Západočeská plynárenská, a.s.), Východočeská plynárenská, a.s., Jihomoravská plynárenská, a.s. a Severomoravská plynárenská, a.s.

5. ostatní obchodníci s plynem, kteří již získali konečné zákazníky a kteří mohou nakupovat plyn, buď přímo v zahraničí a dodávat konečným odběratelům, nebo nakupovat plyn již do České republiky dopravený. Jsou to zejména VEMEX, s.r.o.,

LAMA INVESTMENTS, a.s., VNG Energie Czech, a.s., United Energy Trading, a.s., MND, a.s., Lumen Energy, a.s., Energie Bohemia, a.s., Quantum Vyškov, a.s., Česká energie, a.s. a Wingas GmbH.

6. tři provozovatelé podzemních zásobníků plynu, RWE Gas Storage, s.r.o., který je nyní vlastníkem šesti z celkových osmi podzemních zásobníků plynu umístěných na území České republiky, Moravské naftové doly, a.s. provozující podzemní zásobník Uhřice a společnost SPP Bohemia, a.s., která je vlastníkem i provozovatelem zásobníku Dolní Bojanovice. Tento zásobník je však využívaný pouze pro potřeby Slovenské republiky.

Vlastní zdroje zemního plynu využívané výrobci v ČR tvoří méně než 1 % domácí spotřeby. Jedná se především o těžbu zemního plynu na jižní Moravě a o tzv. degazační plyn z černouhelných dolů na severní Moravě. Pro uspokojení domácí spotřeby je nutné zbývající zemní plyn dovážet, převážnou většinu z Ruské federace prostřednictvím firmy Gazprom Export Ltd. a menší měrou z Norska od konsorcia místních producentů (ExxonMobil Production Norway Inc., Statoil Hydro ASA, Norske ConocoPhillips AS, TOTAL E&P NORGE AS a ENI Norge AS).

5.3 Vymezení relevantního trhu a jeho prognóza

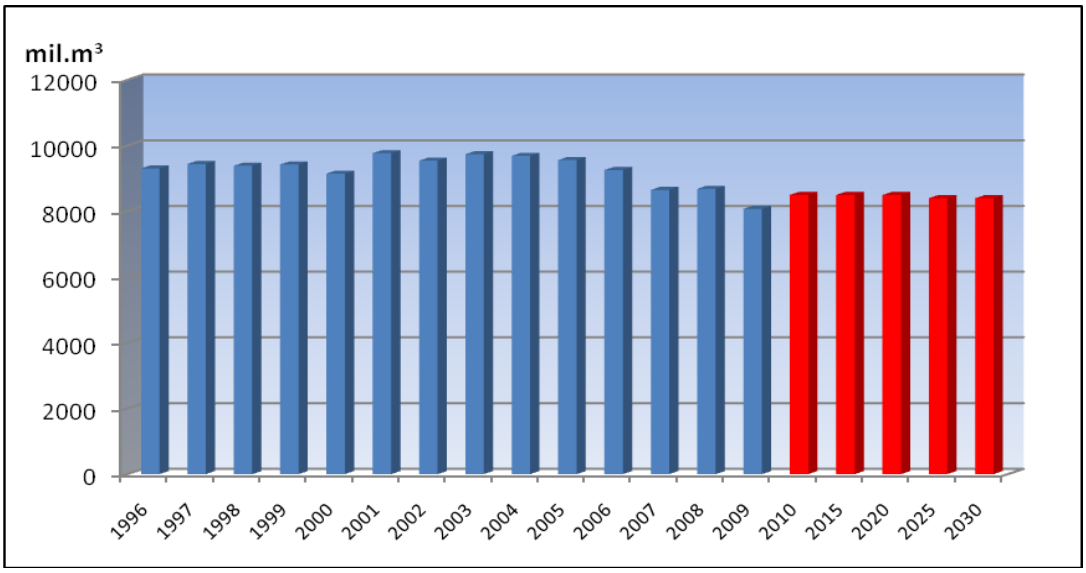
Relevantním trhem pro společnost JMP, a.s. je trh se zemním plynem, který se po dokončení procesu liberalizace v lednu 2007 stal trhem konkurenčním. Spotřeba zemního plynu má v České republice mírně klesající tendenci, a to především v kategorii domácností, které využívají zemní plyn k otopovým účelům. Tato skutečnost je způsobena třemi hlavními faktory, které spolu úzce souvisí:

1. úspory domácností
2. zvýšení investic do zateplení
3. růst ceny plynu

Oficiální Státní energetická koncepce, aktualizovaná v říjnu 2009, předpokládá, že zemní plyn zůstane zastoupen v budoucí energetické bilanci země prakticky stejnou

vahou, a to až do roku 2030. Stane se tak nejstabilnějším neobnovitelným zdrojem energie, ale jeho spotřeba nepřekročí 10 miliard m^3 ročně.

Graf č. 4: Celková spotřeba zemního plynu v ČR a její dlouhodobá prognóza



Zdroj: ERÚ – statistiky (skutečnost), MPO – energetika a suroviny (predikce)

V grafu č. 4 je zobrazena skutečná spotřeba zemního plynu v letech 1996 – 2009 podle údajů Energetického regulačního úřadu (modře) a predikce spotřeby zemního plynu v letech 2010 – 2030 podle prognóz Ministerstva průmyslu a obchodu (červeně).

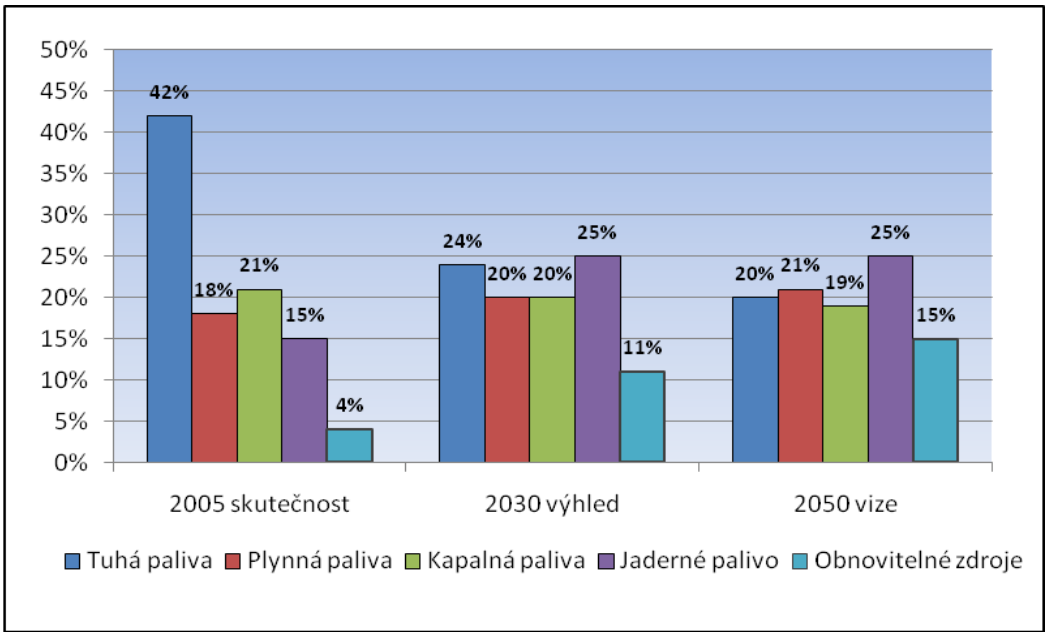
Zatímco Státní energetická koncepce MPO počítá de facto se stagnací spotřeby zemního plynu, Evropská unie i většina tuzemských energetických podniků předpokládá pozitivnější scénář ve vývoji spotřeby. K tomu by měla mimo jiné přispět výstavba 2 nových plynovodů, Nord Stream a Nabucco. Potrubní trasa obou plynovodů počítá s přímým napojením do českého plynovodního systému. Česká republika tak bude významný tranzitér zemního plynu a klíčová oblast transevropských plynárenských sítí ve střední Evropě na ose sever/jih i východ/západ.

Na základě struktury spotřeby energetických zdrojů by zemní plyn měl být do roku 2050 druhým nejvyužívanějším palivem v ČR. Skladbu struktury energetického mixu znázorňuje graf č. 5.

Podle prognóz nejvíce poroste bilanční váha obnovitelných zdrojů a jaderného paliva, které by se už v roce 2030 mělo na struktuře spotřeby podílet ¼ a být tak primárním

zdrojem energie. Naopak využití tuhých paliv, zejména hnědého uhlí, by se mělo do roku 2050 snížit více než o polovinu.

Graf č. 5: Struktura spotřeby energetických zdrojů do roku 2050



Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu – Státní energetická koncepce (únor 2010)

5.4 Segmentace trhu a zákazníci

Zákazníci jsou v souladu s energetickou legislativou České republiky rozděleni podle roční spotřeby zemního plynu do následujících segmentů:

- domácnosti a maloodběratelé (roční spotřeba do 630 MWh/rok)
- střední odběratelé (roční spotřeba od 630 do 4200 MWh/rok)
- velkoodběratelé (roční spotřeba nad 4200 MWh/rok)

Společnost JMP, a.s. rozděluje pro potřeby výkaznictví své zákazníky do tří kategorií:

1. velkoodběratel a střední odběratel, tzv. Key Account (VO a SO)
2. maloodběratel, tzv. Business (MO)
3. domácnosti, tzv. Retail (DOM)

Tabulka č. 4: Vývoj počtu zákazníků JMP, a.s. v jednotlivých kategoriích v letech 2004 – 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
VO a SO	2 191	2 210	2 134	2 008	1 932	1 801
MO	38 169	38 840	39 251	40 046	40 660	39 478
DOM	582 613	586 738	589 311	592 545	595 254	579 244
Celkem	**622 973**	**627 788**	**630 696**	**634 599**	**637 846**	**620 523**

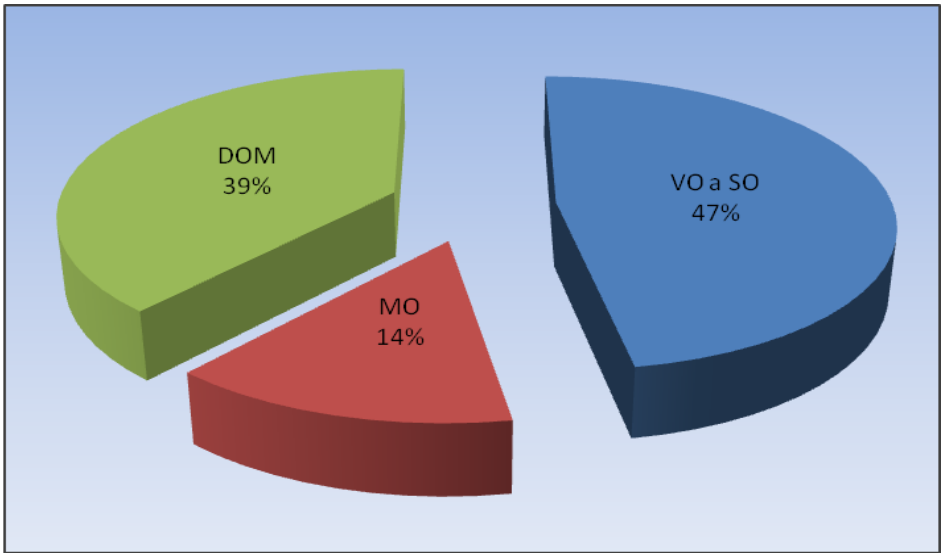
Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Z tabulky č. 4 je patrné, že počet zákazníků v kategorii VO a SO má od roku 2006 klesající tendenci. Tento trend lze přisuzovat otevření trhu se zemním plynem v ČR a faktu, že zákazníci ze segmentu velkoodběratelů se již od 1. ledna 2005 stali oprávněnými zákazníky, čehož využily některé velké a střední průmyslové podniky a změnily tak svého dodavatele.

Počet zákazníků v kategorii MO a DOM se až do roku 2009 každoročně zvyšoval. V roce 2009 se poprvé projevil zcela otevřený trh se zemním plynem a společnost tak zaznamenala úbytek zákazníků i v těchto kategoriích. Poprvé v historii společnosti tak došlo k poklesu celkového počtu zákazníků.

I přes relativně hustou plynofikaci v regionu působnosti JMP, a.s. bylo v roce 2006 připojeno téměř 6 700 nových objektů, v roce 2007 necelých 9 000 objektů, v roce 2008 více než 9 000 objektů a v roce 2009 bezmála 2 900 nových objektů. Celkový počet zákazníků JMP, a.s. tak k 31. 12. 2009 činil 620 523.

Graf č. 6: Podíl zákaznických kategorií na spotřebě plynu v roce 2009



Zdroj: autor, na základě výkazů analyzované společnosti

Podíl jednotlivých kategorií zákazníků na celkové spotřebě (prodeji) zemního plynu JMP, a.s. zobrazuje graf č. 6.

5.5 Analýza konkurence

Po dokončení procesu liberalizace v lednu 2007 začali na maloobchodním trhu působit noví obchodníci s plynem a u řady zákazníků došlo ke změně dodavatele. Podle ukazatele switchingu (procentní koeficient, který je stanoven jako poměr mezi počtem změn dodavatelů plynu za rok a celkovým počtem odběrných míst) tvoří největší procento zákazníci ze segmentu velkoodběratelů.

Tabulka č. 5: Změny dodavatele plynu u konečných zákazníků na základě switchingu

	2007	2008	2009	2010 (stav k říjnu)
Velkoodběratel	3,8 %	6,7 %	8,7 %	11,6 %
Střední odběratel	0,3 %	1,2 %	2,8 %	3,9 %
Maloodběratel	0,0 %	0,2 %	1,3 %	2,2 %
Domácnosti	0,0 %	0,0 %	0,6 %	1,0 %

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu – Národní zpráva ČR o elektroenergetice a plynárenství

V ostatních kategoriích zákazníků se změny v prostředí trhu s plynem začínají také projevovat, nicméně tempo je pomalejší. Hlavním důvodem je v současnosti existující stav šesti resp. osmi dodavatelských zón (viz kapitola struktura odvětví), které se chovají jako samostatné celky a v rámci nichž mají dodavatelé z bývalé vertikálně integrované společnosti konkurenční výhodu z hlediska využití portfolia efektu velkého počtu odběratelů. Noví obchodníci se ve větším měřítku soustřeďují na zákazníky s velkými odběry, pro které není nutné vytvářet odběratelské portfolio jako u malých odběratelů a pro něž je možno vytvořit zcela individuální nabídku dodávek plynu.

Za významné hráče na plynárenském trhu a současné konkurenty JMP, a.s. lze považovat tyto společnosti:

Společnost **VEMEX, s.r.o.**, se sídlem v Praze, byla založena v dubnu roku 2001. V roce 2003 získala licenci na obchodování se zemním plynem a elektřinou. V roce 2007 podepsala dlouhodobý kontrakt se společností Gazprom Export, Ltd. na dodávky zemního plynu pro léta 2008 – 2012 s možností dalšího prodloužení. VEMEX, s.r.o. rovněž plánuje vstup na slovenský plynárenský trh. Prvním krokem příprav bylo vytvoření dceřiné společnosti VEMEX Energo, s.r.o., se sídlem v Bratislavě.

V současnosti dodává do více než 80 odběrných míst zákazníků VO. Mezi nejvýznamnější odběratele patří např. Česká rafinérská, a.s., Pilsen Steel, s.r.o., Plzeňský Prazdroj, a.s., SPOLANA, a.s. nebo ŠKODA AUTO, a.s.

Energetická skupina **E.ON** vznikla v roce 2000 transformací společnosti Bayernwerk Bohemia, s.r.o. na E.ON Bohemia, s.r.o. O rok později byla založena společnost E.ON Czech Holding AG. Na základě unbundlingu byly v roce 2005 založeny tři nové společnosti, a to E.ON Česká republika, s.r.o., E.ON Energie, a.s. a E.ON Distribuce, a.s. E.ON Česká republika, s.r.o. v rámci energetické skupiny koordinuje a řídí aktivity skupiny a usiluje o získání dlouhodobého významného postavení na energetickém a plynárenském trhu. E.ON Distribuce, a.s. je provozovatelem distribuční soustavy a E.ON Energie, a.s. je zodpovědná za oblast obchodování s elektrickou energií a zemním plynem. Energetická skupina E.ON již získala vedoucí postavení v regionu jižních Čech. Všechny společnosti mají sídlo v Českých Budějovicích.

VNG Energie Czech, a.s. je dynamicky se rozvíjející energetickou společností, která má mimořádný zájem na rozšíření trhu s tepelnou energií a zemním plynem. Je dceřinou společností VNG – Verbundnetz Gas AG činné v rámci Evropy s hlavním sídlem v Lipsku. Jádrem jejího obchodu jsou dovoz a dodávky zemního plynu velkoodběratelům. Dceřinými společnostmi VNG Energie Czech, a.s. jsou H-therma, a.s., výhradně se specializující na výrobu a rozvod tepelné energie, a Energie Bohemia, a.s., která se zabývá obchodem se zemním plynem.

Společnost **Moravské naftové doly, a.s.** je největší tuzemský producent zemního plynu a zároveň držitel licence na výrobu, uskladnění a obchod s plynem. Tuzemská těžba představuje cca 100 mil. m^3 zemního plynu za rok. Společnost těží plyn i v zahraničí, zejména Pákistánu, ve výši přibližně trojnásobku tuzemské produkce. Společnost MND, a.s. a JMP, a.s. uzavřeli střednědobou smlouvu na dodávky zemního plynu v období 2009 – 2011.

LAMA INVESTMENTS, a.s. je českou společností patřící do skupiny LAMA. K hlavním podnikatelským aktivitám skupiny patří především vyhledávání a těžba ropy a zemního plynu na jižní Moravě, obchodní činnost s energetickými a chemickými komoditami, zejména pak s topnými palivy a zemním plynem. LAMA

INVESTMENTS, a.s. se cíleně zabývá obchodem se zemním plynem, kdy od 1. ledna 2009 převzala veškeré aktivity v této oblasti od firmy Petr Lamich – LAMA, která působila na trhu se zemním plynem od úplné liberalizace cen, tedy od 1. dubna 2007. Převládajícím segmentem zákazníků jsou společnosti odebírající 1 – 20 mil. m^3 zemního plynu ročně, nicméně v roce 2009 byl zahájen projekt dodávek zemního plynu i pro domácnosti.

United Energy Trading, a.s. je obchodní společnost zaměřená na prodej elektřiny, zemního plynu a souvisejících služeb konečným zákazníkům, jak v České republice, tak na Slovensku. Od 1. 9. 2007 zahájila společnost dodávky zemního plynu konečným zákazníkům kategorie VO, od 1. 1. 2008 dodává i zákazníkům kategorie SO. Mezi nejvýznamnější odběratele patří např. Danone, a.s., Nestlé Česko, s.r.o., Pivovary Staropramen, a.s., RAVAK, a.s. nebo Procter & Gamble - Rakona, s.r.o.

Lumen Energy, a.s. vznikla v roce 2005 jako součást nadnárodní holdingové společnosti Lumen International, a.s. a zaměřuje svou činnost na oblast dodávek elektrické energie, včetně souvisejících služeb a technického poradenství. Od roku 2008 rozšiřuje společnost svoji nabídku o dodávky zemního plynu. Hlavní zákazníci v této oblasti jsou z kategorie VO.

Společnost **Česká energie, a.s.** je ryze českou společností, orientovanou na obchodování s elektrickou energií a zemním plynem. Na trhu úspěšně působí od roku 2002 a byla jedním z prvních privátních obchodníků v ČR, kterým byla vydána licence na obchodování s elektrickou energií. Od roku 2007 aktivně obchoduje i se zemním plynem a specializuje se jak na velké a střední odběratele, tak na maloodběratele.

5.6 Tržní podíl a prognóza tržeb

Dalším krokem strategické analýzy je, na základě velikosti a tempa růstu relevantního trhu a tržního podílu, provést odhad tržeb společnosti JMP, a.s. pro roky 2010 až 2013. Problematika relevantního trhu byla již řešena v kapitole 4.3.3. Pro stanovení velikosti relevantního trhu a jeho predikci bylo využito údajů a prognóz ERÚ uvedených v tabulce č. 6.

Tabulka č. 6: Vývoj relevantního trhu a jeho prognóza

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Relevantní trh (v mil. m^3)	9 562,0	9 259,3	8 652,6	8 683,1	8 162,1	8 480,0	8 700,0	9 000,0	9 100,0
Růst trhu	x	-3,17%	-6,55%	0,35%	-6,01%	3,89%	2,59%	3,45%	1,11%
Průměrné tempo růstu trhu	-3,88%					2,75%			

Zdroj: autor, na základě ERÚ – statistiky a prognózy

Z výše uvedené tabulky je patrné, že ERÚ předpokládá do budoucích let opětovné zvýšení spotřeby zemního plynu, což by mělo zvrátit spíše klesající trend ve spotřebě této komodity za poslední roky. Od roku 2013 počítá prognóza s rozvojem plynových elektráren, které budou spotřebu zemního plynu dále navyšovat. Jedním z nejvýznamnějších faktorů mající vliv na skutečnou spotřebu plynu jsou klimatické podmínky, jejichž predikce je z dlouhodobého hlediska technicky nemožná. Proto jsou v prognóze jako výchozí hodnoty kalkulovány průměrné teploty v jednotlivých měsících.

Pro predikci tržního podílu bylo využito prognóz samotné společnosti, která očekává, že její podíl bude vlivem konkurence nadále slábnout, a to zejména v nadcházejících dvou letech, kdy se bude zostřovat konkurenční boj v segmentech menších odběratelů a domácností. Během čtyř let by však mělo dojít ke stabilizaci trhu s plynem a tržní podíl společnosti by tak neměl výrazně klesnout pod hranici 20 %.

Na základě prognózy růstu trhu a změn tržního podílu podniku odvodíme tempo růstu tržeb společnosti pro budoucí roky. Ve výsledném odhadu je také nutné zohlednit očekávané tempo růstu prodejních cen zemního plynu, které zobrazuje tabulka č. 7.

Tabulka č. 7: Skutečné a odhadované tempo růstu prodejních cen zemního plynu (odhad proveden 1. 7. 2010)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CZK/MWh	656	595	640	675	688	702
Průměrné tempo růstu	12,9%	-9,9%	7,5%	4,4%	2,0%	2,0%

Zdroj: Česká plynárenská unie, Energofutura 2010

Předpokládané průměrné tempo růstu prodejních cen plynu vychází z nákupní ceny komodity stanovené na základě kombinace spotové a vzorcové ceny zemního plynu odvozené od odhadovaného vývoje ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD.

Predikované tržby pro roky 2010 – 2013 jsou zobrazeny v tabulce č. 8.

Tabulka č. 8: Analýza vývoje tržeb a jejich predikce v závislosti na rozvoji trhu, tržního podílu a prodejních cen plynu

Rok	Relevantní trh (mil. m^3)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl JMP, a.s.	Tempo růstu tržeb JMP, a.s.	Tržby JMP, a.s. (tis. Kč)	Průměrné tempo růstu tržeb JMP,a.s.
2005	9 562,0	x	23,6%	x	15 469 715	5,49%
2006	9 259,3	-3,17%	23,5%	16,78%	18 064 351	
2007	8 652,6	-6,55%	22,9%	-6,98%	16 803 491	
2008	8 683,1	0,35%	22,5%	15,76%	19 451 453	
2009	8 162,1	-6,01%	22,0%	-1,54%	19 152 287	
2010	8 480,0	3,89%	21,4%	8,54%	20 787 892	4,39%
2011	8 700,0	2,59%	21,0%	5,07%	21 841 838	
2012	9 000,0	3,45%	20,6%	3,50%	22 606 302	
2013	9 100,0	1,11%	20,3%	1,64%	22 977 046	

Zdroj: autor, na základě ERÚ, tiskové zprávy RWE, JMP, a.s.

Průměrné tempo růstu tržeb bylo vypočteno geometrickým průměrem a pro období let 2005 až 2009 dosahuje 5,49 %. Pro prognózované období bylo vypočteno průměrné tempo růstu na úrovni 4,39 %. V rámci testování reálnosti odhadnutých hodnot byla zároveň provedena predikce tržeb společnosti s pomocí regresní analýzy. Časovou extrapolací bylo vypočteno tempo růstu tržeb na úrovni 4,51 % (viz příloha č. 14).

5.7 Analýza vnitřního prostředí

Pro analýzu vnitřního prostředí byl využit model 7S McKinsey, který popisuje sedm základních faktorů působících uvnitř společnosti. Jsou to strategie, struktura, systémy, styl, spolupracovníci, schopnosti a sdílené hodnoty.

Strategie

Dlouhodobým strategickým cílem společnosti je:

- udržet si tradičně silnou pozici na plně liberalizovaném trhu se zemním plynem
- rozvíjení produktů podporujících konkurenceschopnost společnosti
- zůstat dlouhodobě stabilní a výnosnou investicí pro akcionáře společnosti

JMP, a.s. ve shodě s ostatními společnostmi skupiny RWE v České republice aktivně uplatňuje strategii diferenciace nabídky produktů a služeb pro jednotlivé kategorie

zákazníků. Prioritou prozatím zůstává uspět s nabídkou plynu ve vysoce konkurenční kategorii velkých průmyslových zákazníků a vytvořit takové produkty, které vyjdou vstříc individuálním potřebám těchto klientů. V kategorii menších odběratelů a domácností, kde se očekává významný vstup konkurence v nejbližší době, byla vytvořena střednědobá strategie založená na analýze chování zákazníků na liberalizovaném trhu. Výsledkem této strategie bude tvorba portfolia produktů a služeb, které odliší nabídku JMP, a.s. od konkurence. Kromě rozšiřování produktového portfolia pro všechny zákaznické kategorie bude i v následujících letech, kdy se očekává zvýšení intenzity aktivit konkurence, kladen důraz na zkvalitňování obsluhy všech zákazníků, ať s individuální či hromadnou obsluhou.

Struktura

Organizační struktura JMP, a.s. je tvořena třemi hlavními divizemi – divizí služeb, divizí obchodu a divizí provozu – ty se dále dělí na úseky a na jednotlivé odbory a oddělení.

I. Divize služeb

1. Úsek finanční (odbor financování, odbor účetnictví a řízení daní a odbor finančního controllingu)
2. Úsek personálně-právní (odbor personalistiky a odměňování, oddělení řízení bezpečnosti, oddělení organizace a procesů a oddělení právní podpory)
3. Úsek interních služeb (odbor dopravy a správy budov a oddělení koordinace služeb nákupu a IT)

II. Divize obchodu

1. Úsek prodeje VO (odbor prodeje VO a odbor péče o významné zákazníky)
2. Úsek prodeje MO (odbor rozvoje MO, odbor vymáhání pohledávek a odbor péče o zákazníky MO)
3. Úsek správy obchodu (odbor portfolio managementu a odbor obchodního controllingu)

III. Divize provozu

1. Úsek správy plynárenského majetku (odbor pořizování dat, odbor příprav a realizace stavebních sítí, odbor operativní správy plynárenského majetku a oddělení regionální správy majetku)

2. Úsek provozu a údržby sítí (odbor provozní koordinace a regionální centrum)

3. Úsek měření a technických služeb (odbor technických služeb, odbor správy plynoměrů, oddělení koordinace měření a technických služeb, odbor správy odečtů a odbor dispečinku)

Systémy

- Nákupní systém – veškeré dodávky zemního plynu jsou spolehlivě zajišťovány nákupem od řídící společnosti celého koncernu v ČR RWE Transgas, a.s. a v menší míře od společnosti Moravské naftové doly, a.s., se kterou má JMP, a.s. nově uzavřený střednědobý kontrakt na období let 2009 – 2011.

- Distribuční systém – distribuci zemního plynu od roku 2007 zajišťuje konsolidovaná společnost JMP Net, s.r.o. na základě licence na distribuci plynu udělené Energetickým regulačním úřadem v souladu s energetickým zákonem.

- Informační systémy – systémy IT jsou smluvně zajišťovány dodavatelskou firmou RWE Interní Služby, a.s. Společnost JMP, a.s. má plně centralizovaný informační a databázový systém SAP, kde jsou evidovány veškeré údaje o zákaznících ze všech kategorií včetně sledování pohledávek, platební kázně a odpojování. V roce 2007 byl implementován systém zákaznické podpory SAP IS-U. Bezpečnostní politika IS, revize i optimalizace provozovaného HW a SW vybavení je plně zajištěna dodavatelskou firmou.

- Marketingový systém – činnosti v oblasti marketingu byly sjednoceny v rámci skupiny RWE. Prezentace produktové nabídky i zákaznická komunikace je vedena pod společnou obchodní značkou RWE. Marketingové aktivity se soustřeďují především na sledování a analýzu potřeb všech zákazníků v jednotlivých segmentech trhu.

Styl

Strategickým nástrojem společnosti je Corporate Identity. Prezentace JMP, a.s. má jednotný obsah a je vedena pod společnou obchodní značkou RWE. Společnost má vytvořenou jednotnou firemní kulturu, vizi, filozofii a jednotný design.

Tvorba a realizace podnikových cílů se provádí vždy v koordinaci všech oddělení firmy. Při návrhu nových produktů a služeb jsou podoba a vlastnosti daného produktu vždy diskutovány všemi odděleními firmy. Vedoucí pracovníci jednotlivých oddělení společnosti jsou mezi sebou v úzkém kontaktu a všechny záležitosti firmy se řeší na pravidelných nebo operativních poradách.

Spolupracovníci

V roce 2009 byl průměrný počet zaměstnanců JMP, a.s. 715 osob a průměrná mzda činila 31 585 Kč. V důsledku zvyšování produktivity práce a vlivem restrukturalizace společnosti spojené s racionalizací některých činností v minulých letech dochází každoročně ke snižování počtu zaměstnanců. Vývoj počtu zaměstnanců a průměrné mzdy zobrazuje tabulka č. 9.

Tabulka č. 9: Vývoj průměrného počtu zaměstnanců a průměrné mzdy v letech 2004 – 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Počet zaměstnanců	1 106	1 023	1 006	944	817	715
Průměrná mzda (Kč)	23 212	24 154	25 490	26 165	29 470	31 585

Zdroj: autor, na základě výročních zpráv analyzované společnosti

Z hlediska kvalifikační struktury má 12 % zaměstnanců vysokoškolské vzdělání, 36 % zaměstnanců úplné středoškolské vzdělání, 51 % zaměstnanců středoškolské vzdělání a 1 % zaměstnanců má základní vzdělání.

JMP, a.s. rozvíjí a podporuje sociální program pro zaměstnance a prostřednictvím osobních kont sociálního fondu poskytuje příspěvky na individuální rekreaci, kulturní a sportovní akce i na využívání zdravotnických a vzdělávacích zařízení. Společnost zaměstnancům přispívá na penzijní připojištění a v rámci preventivní zdravotní péče zajišťuje bezplatné očkování proti chřipce a vitamínové balíčky. JMP, a.s. se každoročně umisťuje na předních příčkách soutěží „Zaměstnavatel regionu“ a „Firma kraje“.

Schopnosti

Společnost věnuje značnou pozornost vzdělávání a rozvoji zaměstnanců, a to zejména v oblasti povinného legislativního a plynárenského vzdělávání, realizovaného v souladu s kvalifikačními profily jednotlivých zaměstnanců. Další oblasti vzdělávacího procesu jsou zaměřeny na rozvoj jazykové úrovně, manažerských dovedností a prohlubování profesních a odborných znalostí v oblasti IT. Soubor vzdělávacích programů, projektů a aktivit JMP, a.s. zahrnuje:

- dvouletý rozvojový program s názvem Perspektiva, určený pro talentované zaměstnance s největším potenciálem, který pružně reaguje na nové trendy ve vzdělávání mladých manažerů
- projekt Akademie nižšího a středního managementu, který je zaměřený na rozvoj manažerských a odborných dovedností zaměstnanců nižší a střední úrovně řízení
- program Identifikace a vzdělávání interních lektorů a rozvoj development center
- úzká spolupráce s vybranými školami a univerzitami
- společné vzdělávací projekty v rámci skupiny RWE v ČR
- podpora zaměstnanců a jejich studia při zaměstnání

Objem vynakládaných finančních prostředků do oblasti vzdělávání zaměstnanců se každý rok navyšuje přibližně o ¼.

Sdílené hodnoty

Hlavním posláním společnosti je prodej zemního plynu. Plnění strategických cílů je realizováno v souladu s podnikovou filosofií, která má dvě hlavní priority:

- spokojenost zákazníků a bezpečnost – společnost klade velký důraz na otevřenou komunikaci, individuální řešení zákaznických požadavků a potřeb, zvyšování informovanosti zákazníků a poskytování profesionálních služeb souvisejících s prodejem zemního plynu, spočívajících v pravidelných kontrolách technického stavu plynárenského zařízení a poskytování pohotovostních a dispečerských služeb.

- ekologie – politika životního prostředí společnosti má za cíl neustálé zmírňování dopadů provozu a údržby distribuční soustavy zemního plynu na okolní prostředí. V roce 2008 byla zahájena implementace systému environmentálního managementu dle ISO 14 001. Společnost se zavázala nejen k plnění legislativních požadavků, ale i ke zvyšování povědomí svých zaměstnanců a využívání šetrných technologií. Veškeré práce, které ve větší míře zatěžují životní prostředí, jsou důsledně monitorovány a negativní dopady na prostředí jsou následně eliminovány formou sanace krajiny.

5.8 Silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby (SWOT analýza)

Posledním krokem strategické analýzy je identifikace silných a slabých stránek z hlediska vnitřního prostředí a příležitostí a hrozeb ovlivňujících firmu z vnějšího prostředí.

Silné stránky (S)	**Slabé stránky (W)**
+ Dlouhodobá a tradičně silná pozice na trhu + Široká oblast působnosti a velký počet zákazníků + Součást velkého nadnárodního koncernu (člen skupiny RWE) + Spolehlivost dodávek zemního plynu zajištěna kontrakty se dvěma nezávislými dodavateli + Zajištěné skladování + Velmi dobré technické zázemí, hustá plynofikace v regionech působnosti + Rychlá tvorba a implementace nové strategie + Kvalitní propagace a reklama, silný marketing značky + Aktivní orientace na oblast ekologie a sponzorskou činnost	– Produkt postaven na jediné komoditě – Vyšší nákupní ceny oproti konkurenci, dlouhodobé kontrakty, fixně sjednané odběry plynu od dodavatele – Vyšší prodejní cena plynu
Příležitosti (O)	**Ohrožení (T)**
+ Ukončení regulace cen plynu státem + Stimulace investic do nové infrastruktury (LNG terminály, kogenerační výroba atd.) + Velký potenciál zemního plynu jako ekologického paliva + Výstavba nových plynovodů a zahájení přípravných prací k otevření nových ložisek plynu v Rusku + Ekologická legislativa, zavedení ekologických daní, osvobození zemního plynu pro individuální vytápění od ekologické daně + Využití zemního plynu k výrobě elektřiny a jako náhrady tradičních pohonných hmot v dopravě + Pokles kurzu dolaru	– Upevňování a zesilování pozice konkurenčních společností na trhu se zemním plynem – Ztráta významných zákazníků ze segmentu velkých a středních odběratelů – Očekávané zintenzivnění aktivit konkurence v kategorii menších odběratelů a domácností – Téměř stoprocentní závislost na surovinových zdrojích ze zahraničí – Legislativa, zejména regulace – Pokles spotřeby zemního plynu v ČR – Státní podpora úspor energií, vývoj technologií pro úsporu spotřeby – Hrozba substitutů, přechod zákazníků k levnějším palivům – Vývoj kurzu koruny – Nepředvídatelný vývoj počasí

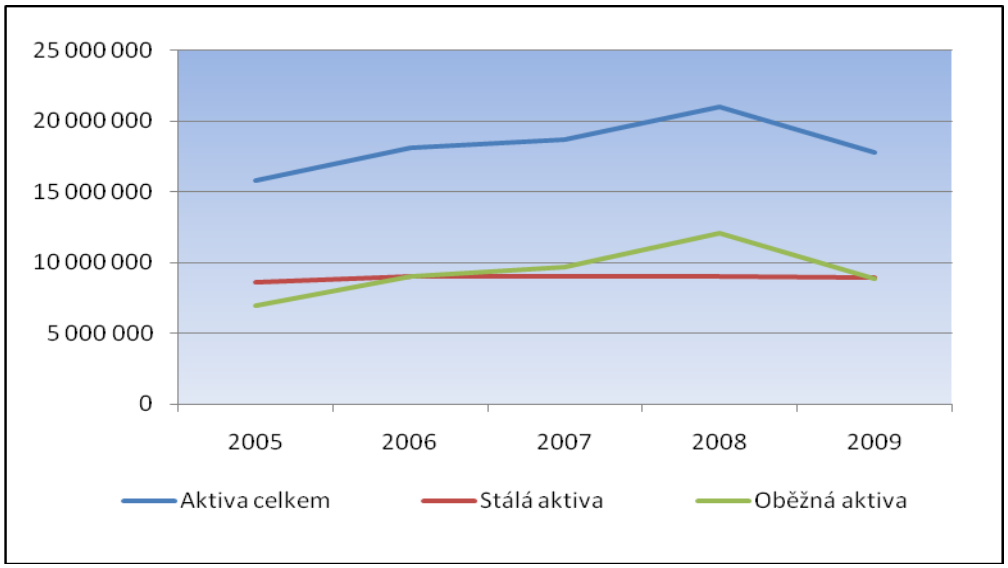
6 Finanční analýza

6.1 Horizontální analýza rozvahy

V průběhu sledovaných let je, s výjimkou roku 2009, možno sledovat neustálý průběžný nárůst podnikových aktiv. K největšímu nárůstu aktiv došlo v roce 2006 a následně v roce 2008. Na této změně se nejvíce podílel růst oběžných aktiv, zejména krátkodobých pohledávek. V posledním roce, tj. 2009 celková aktiva naopak poklesla (v relativním vyjádření o více než 15 % oproti roku 2008), opět vlivem krátkodobých pohledávek.

Stálá aktiva (dlouhodobý majetek) zaznamenala v průběhu sledovaného období spíše stabilní stav. V roce 2006 mírně vzrostla, od roku 2007 průběžně klesají (v průměru o 0,4 % ročně).

Graf č. 7: Vývoj aktiv v letech 2005 – 2009 (v tis. Kč)



Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

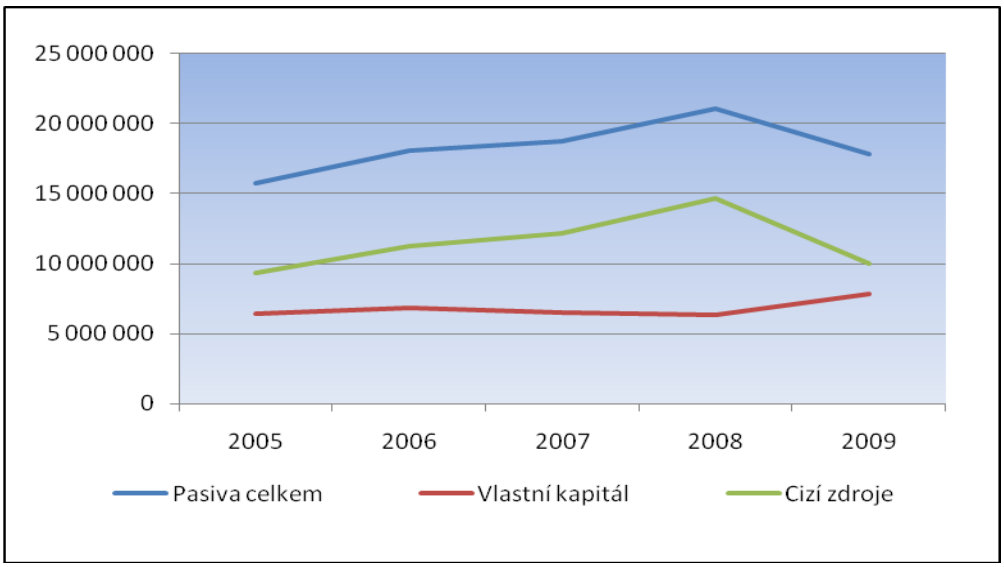
Z grafu č. 7 je patrné, že oběžná aktiva vykazují po celé období stejný vývoj jako aktiva celková. Významnými položkami oběžných aktiv, které mají značný vliv na jejich celkový vývoj a výši, jsou *krátkodobé poskytnuté zálohy* (zahrnují zejména poskytnuté zálohy na zemní plyn a distribuci) a *dohadné účty aktivní*, které společnost účtuje jako krátkodobé pohledávky.

Dohadné účty aktivní představují nevyfakturované dodávky již spotřebovaného zemního plynu domácnostmi, maloodběrateli a velkoodběrateli. Jejich výši ovlivňuje zejména objem prodeje, vývoj cen a nastavení záloh. K největšímu nárůstu došlo v roce 2008, což úzce souvisí s růstem prodejních cen plynu ve dvou posledních kvartálech tohoto roku. Naopak největší pokles byl zaznamenán v roce 2009 (o více jak 10 %) vlivem nižšího objemu prodeje i nižších prodejních cen. Od roku 2007 se do položky *dohadné účty aktivní* zahrnuje i převod zisku dceřiné společnosti JMP Net. V roce 2009 z celkových 6 892 306 tis. Kč tvořil zisk dceřiné společnosti 975 075 tis. Kč.

Zásoby jsou udržovány na minimální úrovni. Charakter podnikání ani tvorbu velkých zásob nepředpokládá. U materiálu pro opravy plynárenských zařízení je snahou držet zásoby na nízké úrovni.

Na straně pasiv docházelo k obdobnému vývoji jako v případě aktiv, přičemž celková pasiva jsou nejvíce ovlivněna vývojem cizích zdrojů.

Graf č. 8: Vývoj pasiv v letech 2005 – 2009 (v tis. Kč)



Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Vlastní kapitál vykazuje dlouhodobě podobnou úroveň. K největšímu nárůstu (o necelých 23 %) došlo v roce 2009, a to vlivem výsledku hospodaření za účetní období, který dosáhl výše 1 989 677 tis. Kč.

Vývoj cizích zdrojů je ovlivňován především vývojem krátkodobých závazků. Zde jsou nejvýznamnější položkou *krátkodobé přijaté zálohy*, zejména zálohy přijaté od

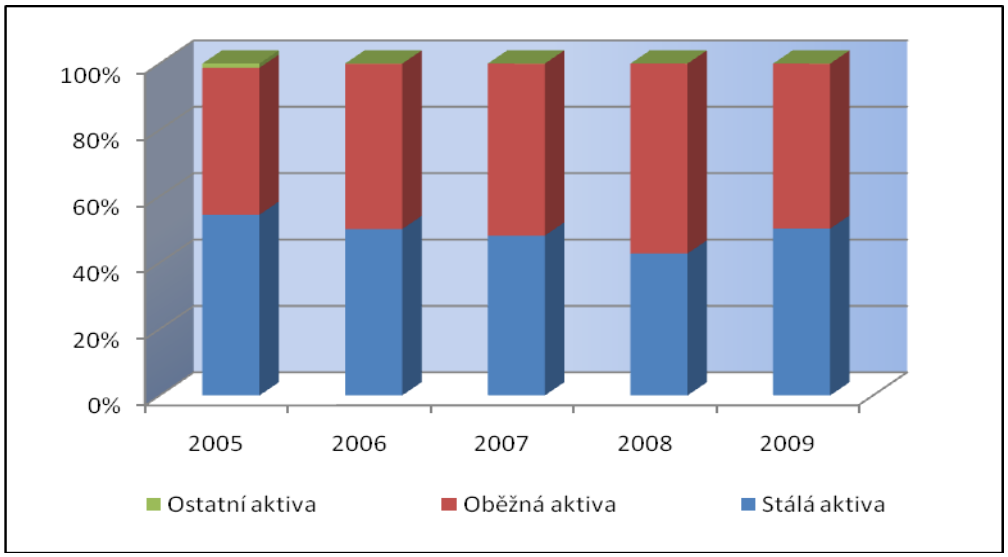
zákazníků za odběr plynu, a *dohadné účty pasivní*. K největšímu nárůstu krátkodobých přijatých záloh došlo v roce 2006 a 2008, což zapříčinilo již zmiňované zvýšení prodejních cen zemního plynu. Toto zvýšení se na zálohách projevilo i v roce 2009, kdy oproti předchozímu roku ještě mírně vzrostly.

Dohadné účty pasivní představují dohad na distribuci a nákup zemního plynu. K největšímu poklesu došlo v roce 2009, kdy dohad na nákup plynu za měsíc prosinec klesl o více než 70 % oproti roku 2008.

6.2 Vertikální analýza rozvahy

Z grafu č. 9 je patrné, že stálý a oběžný majetek se na celkové struktuře aktiv podílí téměř rovnoměrně. Výjimkou je rok 2008, kdy oběžná aktiva tvořila bezmála 60 %. To bylo způsobeno především nárůstem krátkodobých pohledávek v tomto roce, zejména poskytnutých záloh na plyn a distribuci a dohadných účtů aktivních v důsledku výše zmíněného růstu prodejních cen zemního plynu.

Graf č. 9: Struktura aktiv v letech 2005 – 2009 (v %)

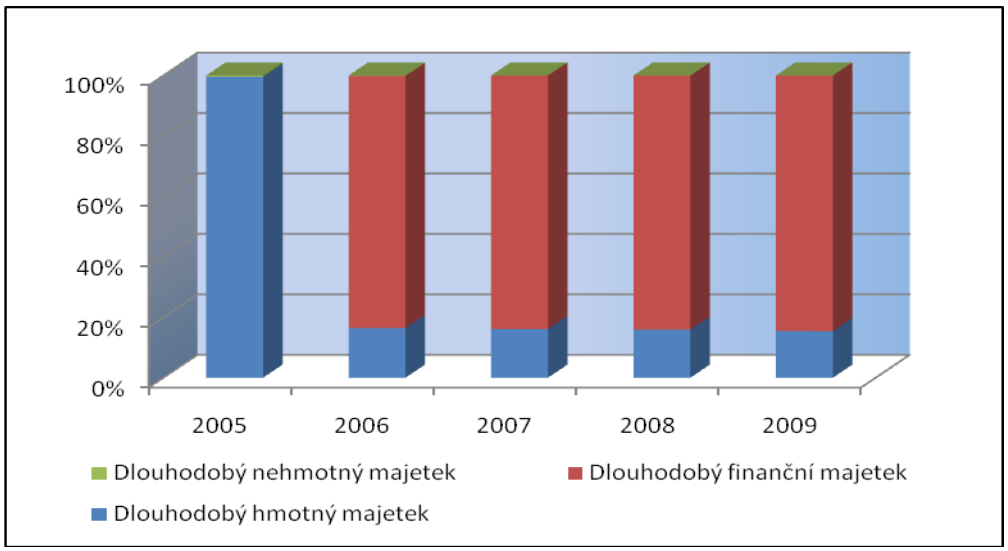


Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

V rámci struktury stálých aktiv došlo k výrazné změně mezi poměrem dlouhodobého hmotného a dlouhodobého finančního majetku. Zatímco v roce 2005 byla stálá aktiva tvořena výhradně dlouhodobým hmotným majetkem a dlouhodobý finanční majetek byl na nulových hodnotách, od roku 2006 již tvořil DFM převážnou část struktury stálých aktiv. To bylo zapříčiněno převodem podstatné části hmotného majetku (provozních

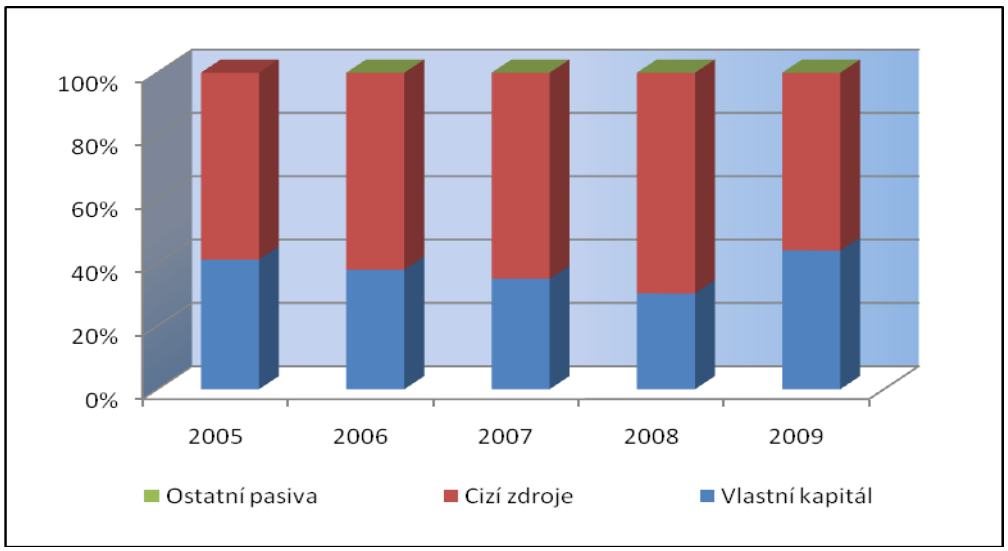
staveb, plynárenských zařízení, plynovodů, regulačních stanic apod.) na dceřinou společnost, tj. provozovatele distribuční soustavy. Společnost JMP, a.s. si tak ponechala pouze nezbytně nutná hmotná aktiva. Úbytek hmotných aktiv byl následně kompenzován zaúčtováním hodnoty majetkového podílu vloženého do dceřiného podniku jako dlouhodobého finančního majetku. Změnu struktury stálých aktiv v jednotlivých letech zachycuje graf č. 10.

Graf č. 10: Struktura stálých aktiv v letech 2005 – 2009 (v %)



Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Graf č. 11: Struktura pasiv v letech 2005 – 2009 (v %)



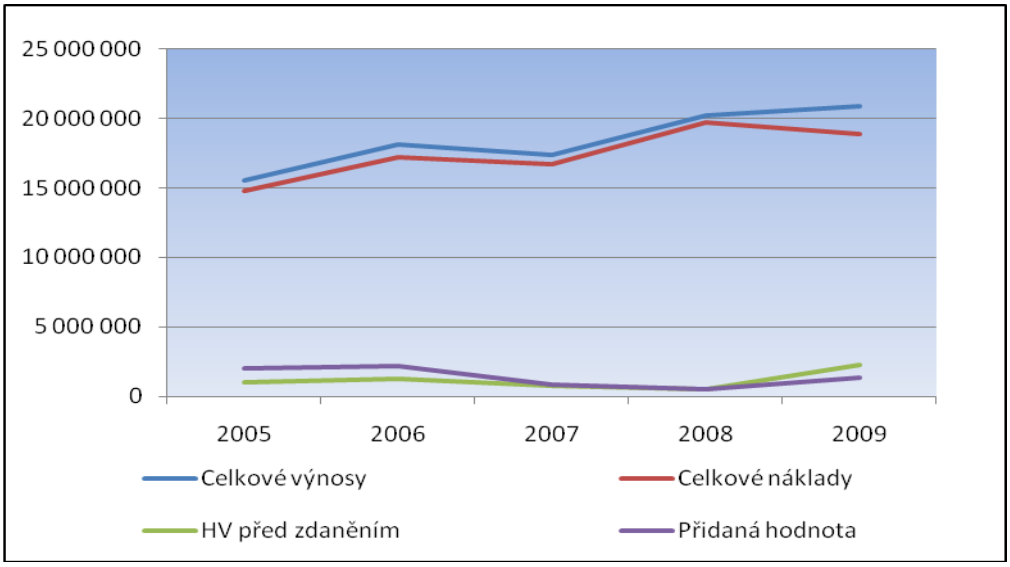
Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Na celkových pasivech se nejvíce podílely cizí zdroje. V roce 2008 to bylo téměř 70 %, podíl vlastního kapitálu se tak snížil na 30 %. V oblasti cizích zdrojů tvoří nejvýznamnější položku krátkodobé přijaté zálohy. Takto vysoké procentuální zastoupení vyplývá z charakteru podnikání a systému zálohových plateb od zákazníků za odběr plynu.

6.3 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztrát vidíme, že celkové výnosy i celkové náklady vykazovaly ve sledovaných letech obdobný vývoj. Výjimkou je rok 2009, kdy došlo k mírnému vzrůstu výnosů, zatímco náklady poklesly o téměř 800 000 tis Kč. Vývoj nákladů na nákup zemního plynu odpovídá vývoji ceny komodity, proto byl největší nárůst zaznamenán v letech 2006 a 2008. Tržby z prodeje jsou ovlivňovány cenou a množstvím prodaného plynu a do značné míry korespondují s vývojem nákladů. V roce 2009 tržby z prodeje plynu mírně poklesly oproti roku 2008, na zvýšení celkových výnosů se však pozitivně projevilo rozpuštění závazku vůči třetí straně do výnosů.

Graf č. 12: Vývoj celkových výnosů a nákladů v letech 2005 – 2009 (v tis. Kč)



Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Podnik byl po celé sledované období ziskový, dosahoval tedy kladného výsledku hospodaření. K největšímu poklesu zisku došlo v roce 2007, zejména v důsledku poklesu tržeb, které byly v předchozím roce 2006 rekordní díky extrémně nízkým

teplotám v zimním období tohoto roku. K dalšímu poklesu došlo v roce 2008. Zde mělo na výsledek hospodaření negativní vliv především snížení zisku z hrubé marže a nepříznivý vývoj nákupní ceny v posledním čtvrtletí. V roce 2009 byl naopak zaznamenán největší nárůst, kdy hospodářský výsledek před zdaněním přesáhl 2 miliardy korun a v porovnání s rokem 2008 vzrostl o 373 %. Pozitivní vliv na výsledek hospodaření měla především výše dosažené marže z prodeje zemního plynu.

Z vertikální analýzy výkazu zisku a ztrát vyplývá, že na struktuře celkových výnosů se nejvíce podílí tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, tj. tržby z prodeje plynu (nejvíce v roce 2006 – 99,7 %, nejméně v roce 2009 – 91,6 %). Rozhodující položkou celkových nákladů je výkonová spotřeba (podíl 90 – 96 %). Osobní náklady, které mají v průměru 2,5% podíl na celkových nákladech, mírně klesají. Postupný úbytek zaměstnanců je částečně kompenzován růstem průměrné mzdy, nicméně podíl činností, které jsou outsourcované nadále roste, což se projevuje přesunem nákladů do jiných nákladových položek.

6.4 Analýza finanční situace pomocí poměrových ukazatelů

6.4.1 Ukazatele zadluženosti

Analýza ukazatelů zadluženosti zjišťuje rozsah, v jakém společnost financuje svůj majetek z vlastních zdrojů a do jaké míry pro tyto účely využívá zdrojů cizích. Vysoká míra zadluženosti s sebou nemusí nutně nést jen riziko nestability podniku, nýbrž může znamenat růst celkové rentability. Je však nutné ji pečlivě sledovat, aby nedocházelo k jejímu neúměrnému nárůstu.

Vývoj ukazatelů zadluženosti shrnuje níže uvedená tabulka č. 10.

Tabulka č. 10: Ukazatele zadluženosti v letech 2005 – 2009

Ukazatele zadluženosti		2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost [%]	*celkové závazky/CA*	58,06	61,84	64,89	69,66	54,92
Dlouh. zadluženost [%]	*dl.závazky/CA*	1,19	0,00	0,00	0,00	0,00
Krát. zadluženost [%]	*krát.závazky/CA*	56,87	61,84	64,89	69,66	54,92
Míra samofinancování [%]	*vlastní kapitál/CA*	40,92	37,72	34,88	30,25	43,81
Dluh na vlastním kapitálu	*celkové závazky/VK*	1,42	1,64	1,86	2,30	1,25
Úrokové krytí	*EBIT/nákladové úroky*	78,56	66,11	54,94	10,08	65,88
Ukazatel podkapitalizování	*dl.závazky+VK/stálá akt.*	0,77	0,75	0,72	0,71	0,88

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Z tabulky č. 10 je patrné, že vývoj celkové zadluženosti je prakticky určován vývojem zadluženosti krátkodobé, protože společnost ve sledovaném období nevyužívá žádné dlouhodobé bankovní úvěry ani výpomoci. Nejvyšší zadluženosti (téměř 70 %) společnost dosáhla v roce 2008, což bylo zapříčiněno jednak výrazným nárůstem přijatých záloh od zákazníků za odběr plynu, ale také nárůstem dohadů na nevyfakturované dodávky a distribuci zemního plynu na straně dohadných účtů pasivních.

Míra samofinancování je doplňkovým ukazatelem k celkové zadluženosti. Součet procentuálního vyjádření celkové zadluženosti, míry samofinancování a rezerv na celkových aktivech dává 100 %. Vypovídá o tom, v jakém poměru podnik financuje svůj celkový majetek z vlastních zdrojů. V roce 2009, kdy bylo dosaženo nejvyšší hodnoty míry samofinancování, byl podnik schopen krýt svůj majetek z téměř 44 % pomocí vlastního kapitálu.

Ukazatel úrokového krytí dosáhl v celém sledovaném období kladných hodnot. Čím vyšší je jeho hodnota, tím pro podnik lépe. Podmínka, aby zisk před odpočtem úroků a daní kryl nákladové úroky alespoň třikrát, je splněna. Stejně tak bylo ve všech letech dosaženo bezproblémové hranice úrokového krytí, tj. hodnoty 8.

Ukazatel podkapitalizování nedosahuje v žádném ze sledovaných roků 2005 – 2009 hodnoty 1, což signalizuje, že stálá aktiva jsou kryta, kromě dlouhodobých, i krátkodobými cizími zdroji. V roce 2005 byla stálá aktiva tvořena výhradně dlouhodobým hmotným majetkem. Vysoký podíl hmotného majetku je zapříčiněn jeho dlouhodobou životností, čímž je podnikání v oblasti plynárenství do značné míry ovlivněno. Navíc, JMP, a.s., jako státem regulovaný podnik, měla Energetickým regulačním úřadem (ERÚ) stanovenou jistou výši dlouhodobého hmotného majetku, tzv. regulační bázi aktiv, důležitou pro vymezení horní hranice výnosu, které může být dosaženo nezávisle na nákladech. Proto lze poměr vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku s přihlédnutím k oboru podnikání považovat za optimální. V roce 2006 na základě unbundlingu (oddělení obchodu a distribuce) vložila společnost část majetku, převážně dlouhodobý hmotný majetek související s distribuční soustavou, do své dceřiné společnosti. Tento majetkový podíl, oceněný pořizovací cenou, nyní vykazuje jako dlouhodobý finanční majetek.

6.4.2 Ukazatele likvidity

Všechny ukazatele různých stupňů likvidity vykazují po celé pětileté období nízké hodnoty a v případě hotovostní likvidity dokonce nulové. To je zapříčiněno způsobem účtování o krátkodobých závazcích a také skutečností, že společnost je od roku 2003 zapojena do cash poolingu, tj. systému sdílení hotovosti v rámci skupiny RWE, což obnáší jisté změny ve vykazování peněžních zůstatků a také snížení finanční hotovosti a finančních prostředků na účtech v bankách.

Hodnoty ukazatelů likvidity shrnuje tabulka č. 11.

Tabulka č. 11: Ukazatele likvidity v letech 2005 – 2009

Ukazatele likvidity		2005	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita	*oběžná aktiva/krát.závazky*	0,78	0,81	0,80	0,82	0,91
Pohotová likvidita	*(OA-zásoby)/krát.závazky*	0,78	0,81	0,80	0,82	0,91
Hotovostní likvidita	*FM krát.povahy/krát.závazky*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Ukazatele běžné likvidity se ve všech sledovaných letech nacházejí pod doporučenou (Synek a kol., 2003, s. 356) optimální hodnotou 1,5 – 2, což vypovídá o tom, že výše oběžných aktiv není dostačující pro pokrytí krátkodobých cizích zdrojů. Zde je třeba připomenout, že největší část krátkodobých závazků tvoří přijaté zálohy od zákazníků za odběr plynu, jejichž vyúčtování se provádí jednou ročně. V důsledku toho vykazují všechny energetické podniky, jejichž klienti platí zálohově, velmi nízké hodnoty běžné likvidity, která se podle (Marek a kol., 2006, s. 257) obvykle pohybuje pod hodnotou 1, někdy dokonce i pod 0,5. Vypočtené hodnoty běžné likvidity proto lze interpretovat jako uspokojivé.

Ukazatele pohotové likvidity vylučují pro posouzení platební schopnosti podniku vliv zásob, jakožto nejméně likvidní část oběžného majetku. Vzhledem k tomu, že výše zásob společnosti je velmi nízká dosahuje ukazatel pohotové likvidity stejných hodnot jako ukazatel běžné likvidity.

Hotovostní likvidita vypovídá o aktuální platební schopnosti podniku a její doporučená hodnota je dle literatury (Synek a kol., 2003, s. 357) alespoň 0,2. Vzhledem k výše zmíněnému zapojení společnosti do cash poolingu, kdy efektivní sdílení hotovosti v rámci RWE pokrývá aktuální potřebu financí jednotlivých společností skupiny,

dochází k minimalizaci volných peněžních prostředků a ukazatele hotovostní likvidity tak vykazují nulové hodnoty.

6.4.3 Ukazatele aktivity

Vypočtené hodnoty ukazatelů aktivity jsou uvedeny v tabulce č. 12.

Tabulka č. 12: Ukazatele aktivity v letech 2005 – 2009

Ukazatele aktivity		2005	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv	*tržby/celková aktiva*	0,98	1,00	0,90	0,92	1,07
Obrat DHM	*tržby/DHM v zůst.cenách*	1,81	12,19	11,58	13,59	13,88
Obrat pohledávek	*tržby/pohledávky*	2,22	2,01	1,73	1,62	2,16
Doba obratu pohled. (dny)	*365/obrat pohledávek*	164	182	206	225	169

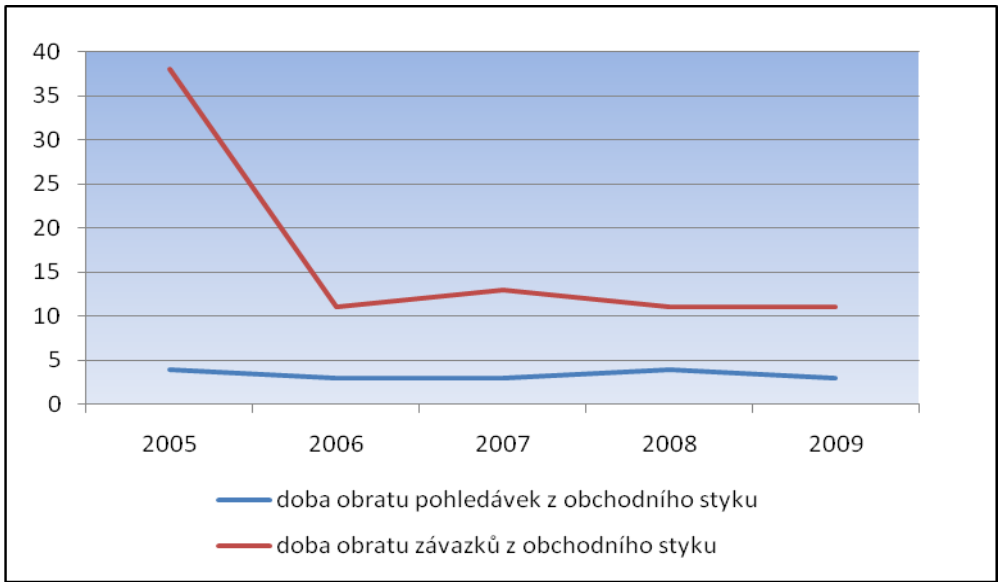
Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Obrat celkových aktiv měří efektivnost využití veškerých aktiv v podniku, neboli kolikrát za rok dokáže podnik hodnotu majetku obrátit v tržbách. Doporučené (Valach, J., 1997, s. 85) hodnoty 1 bylo dosaženo v roce 2006 a 2009. V ostatních letech se hodnota ukazatele držela mírně pod doporučenou hodnotou. V případě obratu dlouhodobého hmotného majetku vykazuje společnost velmi nízkou hodnotu v roce 2005, což je způsobeno jednak stanovami ERÚ, tak i povahou hmotného majetku (viz analýza zadluženosti). Jeho dlouhodobá životnost a způsob odepisování značně snižuje hodnotu ukazatele. Naopak výsledky ukazatele v následujících letech (po změně majetkové struktury) vyplývají pro společnost velmi příznivě.

Jedním z nejdůležitějších ukazatelů aktivity je obrat zásob, který udává počet obrátek zásob za jeden rok. Vzhledem ke snaze držet zásoby a materiál na nízké úrovni, dosahuje společnost v této oblasti výrazně nadprůměrných hodnot.

Ukazatel doby obratu pohledávek nás informuje o tom, jak rychle se pohledávky přemění na peněžní prostředky. Hodnoty tohoto ukazatele by měly být co nejmenší. Do výpočtu byly zahrnuty jak dlouhodobé, tak krátkodobé pohledávky, kde největší podíl tvoří doplatky a zatím nevyfakturované dodávky spotřebovaného plynu. Proto i relativně vysoké hodnoty, např. 225 dnů v roce 2008, lze, vzhledem k časové prodlevě mezi spotřebou a následným vyúčtováním a dodatečnou fakturací, považovat za přijatelné.

Graf č. 13: Srovnání doby obratu pohledávek a závazků z obchodního styku (ve dnech)



Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Při pohledu na graf srovnání doby obratu pohledávek a závazků pouze z obchodního styku zjistíme, že se společnosti dařilo inkasovat svoje pohledávky (již vyfakturované nedoplatky zákazníků za odběr plynu) dříve, než platit závazky (závazek vůči RWE Transgas za nákup plynu), čímž si zlepšovala svou vlastní finanční situaci.

6.4.4 Ukazatele rentability

Rentabilita vyjadřuje schopnost podniku vytvářet zisk, neboli jak efektivně společnost využívá vložený kapitál. Ukazatele rentability zobrazují kombinovaný vliv ukazatelů zadluženosti, platební schopnosti a aktivity na výsledek hospodaření. Vypočtené hodnoty ukazatele rentability shrnuje tabulka č. 13.

Tabulka č. 13: Ukazatele rentability v letech 2005 – 2009

	Sazba daně z příjmu	26%	24%		21%	20%
Ukazatele rentability		**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
ROA (nezdaněná)	*EBIT/CA*	6,50 %	6,82 %	4,10 %	2,50 %	12,79 %
ROA (zdaněná)	*EBIT(1-d)/CA*	4,77 %	5,17 %	3,74 %	2,68 %	11,32 %
ROE	*zisk po zdanění/VK*	11,66 %	13,71 %	10,72 %	8,86 %	25,84 %
ROCE	*EBIT(1-d)/dl.závazky+VK*	11,33 %	13,71 %	10,72 %	8,86 %	25,69 %
ROS	*zisk po zdanění/tržby*	4,86 %	5,18 %	4,17 %	2,90 %	10,53 %

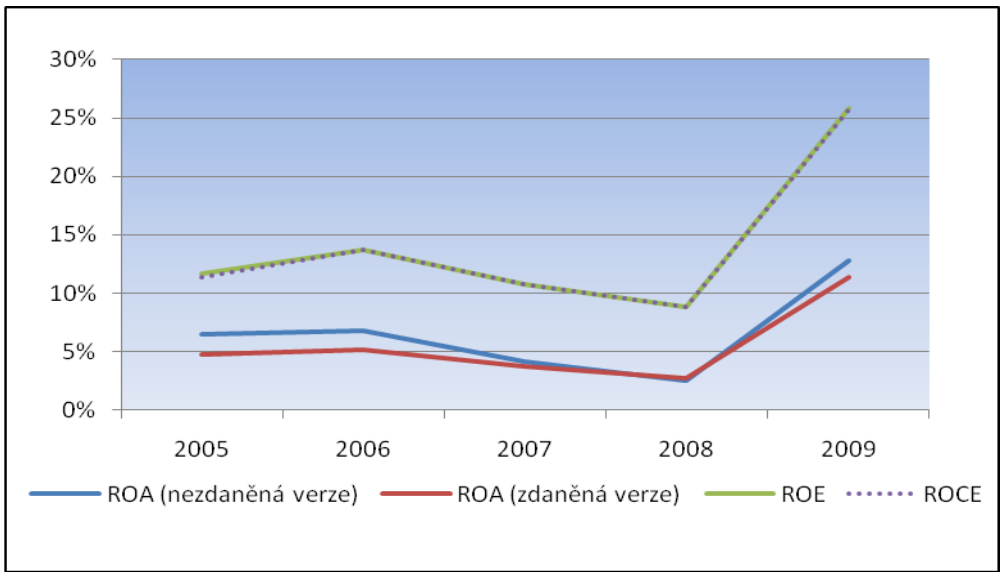
Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Rentabilita celkového vloženého kapitálu ROA se udává ve dvou verzích. Nezdaněná verze, kde je čitatel definován jako součet zisku před zdaněním a odpočtem úroků,

vypovídá o skutečné schopnosti podniku vytvářet zisk s danými aktivy, bez ohledu na strukturu kapitálu a míru zdanění zisku. Zdaněná verze naopak počítá v čitateli se ziskem po zdanění a bere tedy v úvahu daň ze zisku jako přirozenou součást ekonomického prostředí, kterou nelze opomíjet. Propad rentability v roce 2007 byl zapříčiněn především poklesem tržeb oproti roku 2006, zatímco náklady mírně rostly. Pokles rentability v následujícím roce 2008 byl způsoben zejména výrazným nárůstem nákladů v důsledku vysoké nákupní ceny zemního plynu.

Rentabilita vlastního kapitálu ROE měří efektivnost, s níž společnost využívá kapitál vlastníků resp. akcionářů, které informuje, jak byly jimi vložené prostředky zhodnoceny. Kromě roku 2008 byla ve všech letech překročena průměrná oborová úroveň 10 % (Marek a kol., 2006, s. 296). Hodnoty ukazatele ROE jsou vyšší než hodnoty ukazatele ROA, tzn. je splněna podmínka efektivnosti využívání cizích zdrojů a v podniku pozitivně působí finanční páka.

Graf č. 14: Vývoj ukazatelů rentability v letech 2005 – 2009 (v %)



Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Rentabilita dlouhodobě vloženého kapitálu ROCE měří výnosnost dlouhodobě investovaných zdrojů, bez ohledu na to, zda jsou vlastní nebo cizí. Vzhledem k tomu, že společnost ve sledovaných letech téměř nevyužívá žádné dlouhodobé cizí zdroje, je vývoj tohoto ukazatele prakticky totožný s vývojem ukazatele ROE.

Ukazatel rentability tržeb ROS vypovídá o tom, jak dokáže podnik generovat zisk ze svých tržeb. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2009, kdy na 1 korunu tržeb připadalo více jak 0,1 Kč zisku po zdanění.

6.5 Predikce finanční tísně podniku

Pro predikování finanční tísně byl jako první využit index důvěryhodnosti českého podniku IN_{01}. Index důvěryhodnosti obsahuje pět poměrových ukazatelů, kterým jsou přiřazeny různé váhy. Výsledné hodnoty indexu dosahovaly ve sledovaných letech nadprůměrných hodnot. To je dáno především vysokou hodnotou úrokového krytí, která plyne z nízkého zastoupení úročeného cizího kapitálu v celkových aktivech podniku. Výjimkou ve sledovaných letech byl rok 2008. Zde se výsledná hodnota indexu pohybovala v pásmu označujícím podniky s neurčitou finanční situací, na čemž se negativně podílel zejména nižší zisk a vysoký objem oběžných potažmo celkových aktiv v tomto roce.

Vedle indexu důvěryhodnosti pro celé národní hospodářství byl také využit index s vahami konstruovanými přímo pro sektor energetiky. Vzhledem k relativně nízkým nákladovým úrokům v jednotlivých letech nebyl proveden výpočet ukazatele x_2, s jehož hodnotou by výsledná hodnota indexu byla mnohonásobně vyšší.

Jako poslední byl pro zhodnocení finančního zdraví podniku využit Tafflerův model, který se spolu s indexem důvěryhodnosti řadí k vícerozměrným bankrotním modelům a lze jej velmi dobře aplikovat v českých ekonomických podmínkách. Výsledné hodnoty tohoto modelu potvrdily, že společnost JMP, a.s. je finančně zdravý a stabilní podnik, kterému nehrozí bankrot.

Výpočty jednotlivých modelů a grafická znázornění lze najít v příloze č. 13.

7 Návrh ocenění společnosti

7.1 Účel ocenění

Účelem ocenění je zjištění subjektivní hodnoty společnosti JMP, a.s. v rámci hodnocení podniku, především oblastí řízení nákladů a nákupní politiky, a to s ohledem na změny a stávající i očekávaný vývoj uvnitř odvětví (liberalizace trhu s plynem, ukončení regulace, oddělení ochodu a distribuce, růst intenzity konkurence). Hodnota podniku má být stanovena k 1. 1. 2010.

7.2 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a neprovozní

Důležitým krokem při stanovení hodnoty podniku je rozdělení jeho aktiv na provozně potřebná, tedy nezbytná pro jeho základní „business“, a aktiva nepotřebná nebo též neprovozní, přičemž toto rozdělení vždy závisí na situaci konkrétního podniku.

Provozně potřebný dlouhodobý majetek společnosti JMP, a.s. zahrnuje dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek v plné výši. Dlouhodobý finanční majetek představuje majetkový vklad, který společnost v roce 2006 vložila do své dceřiné společnosti JMP Net, s.r.o. v rámci unbundlingu, tj. rozdělení obchodu s plynem a distribuce. Jedná se tedy o dlouhodobý hmotný majetek související s distribuční činností, kterou do roku 2006 vykonávala mateřská společnost. Vzhledem k tomu, že s touto finanční investicí dochází k propojení činností obou podniků, je vhodné dlouhodobý finanční majetek, opět v plné výši, také zahrnout mezi provozně potřebná aktiva. Vývoj provozně nutných aktiv ve sledovaných letech 2005 – 2009 shrnuje následující tabulka č. 14.

Tabulka č. 14: Stav provozně potřebných a neprovozních aktiv v letech 2005 – 2009

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
DM provozně potřebný	**8 587 167**	**9 062 366**	**9 018 050**	**8 997 400**	**8 957 015**
Dlouhodobý nehmotný	36 858	14 031	1 452	566	209
Dlouhodobý hmotný majetek	8 550 309	1 482 351	1 450 614	1 430 850	1 380 140
Dlouhodobý finanční majetek	0	7 565 984	7 565 984	7 565 984	7 576 666
DM neprovozní	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

S rozhodnutím ohledně zařazení dlouhodobého finančního majetku do provozně potřebných aktiv také souvisí začlenění výnosů plynoucích z tohoto majetku do výnosů,

které budou sloužit pro ocenění podniku (zisková marže). Touto problematikou se blíže zabývá následující kapitola.

7.3 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Jako generátory hodnoty označujeme takové vnitropodnikové ukazatele, které mají výrazný vliv na hodnotu podniku. Za takovéto generátory můžeme označit tržby, provozní ziskovou marži, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobých provozních aktiv.

Analýza *tržeb* a jejich prognóza pro budoucí roky byla provedena již v rámci strategické analýzy. Pro období predikce bylo vypočteno geometrickým průměrem průměrné tempo růstu tržeb podniku na úrovni 4,39 %.

Tabulka č. 15: Vývoj tržeb a jejich predikce

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby (v mil. Kč)	15 470	18 064	16 803	19 451	19 152	20 788	21 841	22 606	22 977
Tempo růstu tržeb	x	16,78%	-6,98%	15,76%	-1,54%	8,54%	5,07%	3,50%	1,64%
Průměrné tempo růstu	5,49%					4,39%			

Zdroj: autor, na základě ERÚ, RWE, JMP, a.s.

Pro prognózu dalšího generátoru hodnoty – *ziskové marže*, vyjadřující podíl korigovaného výsledku hospodaření (KVH) před odpisy na celkových tržbách, byl využit postup tzv. prognózy ziskové marže zdola. Nejdříve byla provedena analýza a prognóza nejdůležitějších nákladových položek, tedy výkonové spotřeby a osobních nákladů. V další fázi byly analyzovány a prognózovány ostatní provozní položky, tj. daně a poplatky, změny rezerv a opravných položek, a také ostatní provozní výnosy a náklady. Na základě těchto prognóz byl vypočten korigovaný provozní výsledek hospodaření a jeho podíl na celkových tržbách v jednotlivých letech období predikce. V poslední fázi byly k provoznímu výsledku hospodaření přičteny výnosy plynoucí z dlouhodobého finančního majetku, který byl zahrnut mezi provozně nutná aktiva. Tyto výnosy představují zisk dceřiné společnosti, který je v plné výši (po provedení odvodů do rezervního fondu) převáděn na mateřskou společnost.

Podrobný rozbor všech vnitřních složek provozní ziskové marže a jejich podíl na tržbách lze nalézt v příloze č. 15.

Tabulka č. 16: Výpočet ziskové marže v letech 2005 – 2009

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby	15 469 715	18 064 351	16 803 491	19 451 453	19 152 287
Náklady na prodané zboží	415	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	13 459 596	15 880 692	15 985 643	18 961 862	17 840 577
Osobní náklady	416 941	430 963	414 611	397 582	391 223
Daně a poplatky	13 906	24 014	11 698	2 274	6 830
Ostatní provozní položky	2177	14 609	-48 929	-35 451	423 755
KPVH před odpisy	1 581 449	1 743 291	342 610	54 284	1 337 412
Výnosy z DFM	0	0	517 300	747 778	984 176
Provozní zisková marže	**10,22%**	**9,65%**	**2,04%**	**0,28%**	**6,98%**
Zisk. marže vč. výnosů z DFM	**10,22%**	**9,65%**	**5,11%**	**4,12%**	**12,12%**

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Tabulka č. 17: Prognóza ziskové marže pro roky 2010 – 2013

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Tržby	20 787 892	21 841 838	22 606 302	22 977 046
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	19 605 010	20 822 481	21 703 272	22 148 189
Osobní náklady	385 355	379 574	375 019	370 519
Daně a poplatky	7 276	6 553	6 782	6 893
Ostatní provozní položky	0	0	0	0
KPVH před odpisy	790 251	633 230	521 229	451 445
Výnosy z DFM	984 176	984 176	984 176	984 176
Provozní zisková marže	**3,80%**	**2,90%**	**2,31%**	**1,96%**
Zisková marže vč. výnosů z DFM	**8,53%**	**7,41%**	**6,66%**	**6,24%**

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Předpokládáme, že výkonová spotřeba poroste v průměru rychleji než tržby, tak jako tomu bylo v předešlých letech. Společnost JMP, a.s. jako člen koncernu RWE nakupuje zemní plyn na základě dlouhodobých kontraktů, v nichž se zavazuje odebrat a zaplatit předem sjednané objemy plynu. Cena dodávek se vypočítává vždy na čtvrtletí dopředu podle světových cen ropy. Zde vzniká prostor pro menší konkurenty na poli obchodu s plynem, kteří surovinu nakupují na spotovém trhu, kde je cena zpravidla nižší oproti dlouhodobým kontraktům, čímž mohou srážet prodejní ceny pro konečné zákazníky.

V jednotlivých letech plánovaného období bude tedy docházet k mírnému poklesu podílu přidané hodnoty na tržbách a ve výsledku i k poklesu ziskové marže, na níž se výkonová spotřeba podílí největší měrou.

Osobní náklady společnosti budou i nadále klesat, což vyplývá i ze strategické analýzy a plánu podniku, kdy v rámci zvyšování produktivity práce dochází každoročně ke snižování počtu zaměstnanců. Tempo poklesu však bude pomalejší než v letech 2005 – 2009 a společnost bude vynakládat více prostředků do sociálních programů pro stávající zaměstnance.

Ostatní provozní položky nevykazovaly ve sledovaných letech žádnou jednoznačnou tendenci a na celkových tržbách měly jen omezený podíl. Výjimkou byl rok 2009, kdy došlo k rozpuštění závazku ze strany společnosti do ostatních provozních výnosů, což se výrazně promítlo na procentní hodnotě ziskové marže. Tento výnos měl však mimořádný charakter, proto pro budoucí roky již nebyly ostatní provozní položky uvažovány.

Poslední položkou ziskové marže jsou výnosy z dlouhodobého finančního majetku neboli zisk dceřiné společnosti. Zde je nutné připomenout, že oblast distribuce zemního plynu je nadále státem regulovanou činností, která se řídí a je ovlivněna nařízeními Energetického regulačního úřadu jakožto správního úřadu pro výkon regulace v energetice. Jednotlivé parametry ekonomické činnosti jsou stanoveny metodikou ERÚ na základě regulačního vzorce, vždy na pětileté období, a jsou pro subjekty působící v regulovaném prostředí závazné. Regulátor tedy stanovuje výši povolených nákladů, výši povolených výnosů, výši dlouhodobého hmotného majetku, tzv. regulační bázi aktiv a s ní související regulované odpisy a plán investic. Zisk je poté vypočten jako součin regulační báze aktiv a míry výnosnosti, ke kterému je připočten korekční faktor zisku. Míru výnosnosti ERÚ stanovuje jako vážené náklady na kapitál, zvlášť pro oblast přepravy a distribuce plynu i elektřiny. Metodiku výpočtu zisku a jeho parametrů lze nalézt v příloze č. 19.

Výnosy z dlouhodobého finančního majetku byly pro predikované roky 2010 – 2013 stanoveny ve stejné výši jako v roce 2009, neboť parametry pro výpočet zisku zůstávají i v dalším regulačním období podobné. Prudký nárůst zisku v prvních třech letech

existence distribuční společnosti byl zapříčiněn rozsáhlými investicemi do dlouhodobého majetku, a tedy růstem regulační báze aktiv. V následujících letech se však počítá s investicemi na úrovni odpisů a stav dlouhodobého majetku se tak bude držet ve stabilní výši.

Dalším generátorem hodnoty je *pracovní kapitál*, který se pro účely plánování a stanovení hodnoty podniku vypočítá jako součet provozně nutného krátkodobého finančního majetku, zásob, pohledávek a ostatních aktiv, od kterého jsou následně odečteny neúročené závazky a ostatní pasiva. Pro odhad budoucího stavu jednotlivých položek byly nejprve vypočteny doby obratu ve dnech pro jednotlivé roky z tržeb a na základě nich byl poté odhadnut jejich vývoj pro následující roky. Při predikci byl do značné míry zohledněn očekávaný vývoj cen zemního plynu a objem prodejů.

Pracovní kapitál společnosti vykazuje dlouhodobě ke konci roku záporný stav. To je způsobené zejména poměrem záloh od zákazníků k nevyfakturovaným dodávkám plynu a také velikostí závazku vůči RWE Transgas. Obě tyto položky mají sezónní průběh odpovídající velikosti odběru plynu a ceně. Záporný pracovní kapitál bývá typickým jevem energetických podniků a společností využívající zálohový systém plateb.

Pro odhad zásob byla uvažována pouze provozně nutná výše zásob materiálu pro opravu a údržbu plynárenských zařízení. Krátkodobý finanční majetek byl, vzhledem k zapojení společnosti do cash poolingu, stanoven fixní částkou, a to ve výši 0,5 mil. Kč ve všech prognózovaných letech. Výpočet upraveného pracovního kapitálu pro sledované období a jeho prognózu pro roky 2010 – 2013 obsahují tabulky č. 18 a 19. Podrobný rozbor jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden v příloze č. 16.

Tabulka č. 18: Upravený pracovní kapitál v letech 2005 – 2009

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Zásoby	2 896	4 946	5 788	8 156	7 825
Pohledávky	6 976 232	8 980 576	9 678 539	11 967 950	8 834 366
Peněžní prostředky	623	724	437	349	706
Ostatní aktiva	199 608	9 794	1 400	840	1 123
Krátkodobé závazky	8 965 870	11 182 672	12 151 598	14 658 914	9 738 280
Ostatní pasiva	0	16	831	596	11
Upravený pracovní kapitál	-1 786 511	-2 186 648	-2 466 265	-2 682 215	-894 271
k_{WC}	**24,2 %**				

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Tabulka č. 19: Prognóza pracovního kapitálu pro roky 2010 – 2013

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Zásoby	7 973	7 779	7 432	6 925
Pohledávky	11 427 076	12 281 097	12 797 644	13 095 657
Peněžní prostředky	500	500	500	500
Ostatní aktiva	1 139	1 197	1 239	1 259
Krátkodobé závazky	12 809 331	13 804 326	14 425 710	14 784 805
Ostatní pasiva	569	598	619	629
Upravený pracovní kapitál	-1 373 212	-1 514 351	-1 619 514	-1 681 093
k_{wc}	**-20,6 %**			

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Posledním generátorem hodnoty je *dlouhodobý majetek* a s ním spojené odpisování. Přestože společnost JMP, a.s. má k dispozici vlastní plán investičních akcí do dlouhodobého majetku, je vhodné provést souběžně s tímto plánem i vlastní odhad prostřednictvím analýzy předchozího vývoje investiční náročnosti a na základě těchto dvou odhadů zpracovat odhad výsledný. Postup výpočtu dále vychází z metodiky prof. Maříka (2007, s. 143 – 146).

Odhad investic do dlouhodobého majetku společnosti byl proveden na základě koeficientů náročnosti růstu tržeb na růst jednotlivých odhadovaných položek. Budeme tedy předpokládat, že při zachování stávající investiční politiky společnosti se budoucí investice budou vyvíjet vzhledem k tržbám podobným tempem jako v minulých letech. Tabulka č. 20 zobrazuje vývoj investic do dlouhodobého majetku v letech 2005 až 2009. Investice brutto jsou vypočítány jako rozdíl stavu majetku v jednotlivých letech navýšený o odpisy, popř. zůstatkovou cenu prodaného zařízení. Vzhledem k převodu velké části majetkových celků a komplexů staveb na dceřinou společnost v roce 2006, a tudíž výraznému poklesu dlouhodobého majetku, byl výsledný koeficient náročnosti kalkulován jako podíl sumy investic brutto za roky 2007 – 2009 a celkového přírůstku tržeb od konce roku 2006 do konce roku 2009, který činil 1 087 936 tis. Kč.

Tabulka č. 20: Investice do dlouhodobého majetku v tis. Kč v letech 2005 – 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Nehmotný majetek					
Investice brutto		-11 479	817	0	0
Investiční náročnost			0		
Stavby					
Investice brutto		-6 286 650	15 232	52 984	4 018
Investiční náročnost			6,6 %		
Samostatné movité věci					
Investice brutto		-90 829	55 713	30 729	24 317
Investiční náročnost			10,1 %		

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Pro dosažení větší přesnosti a také s ohledem na různou dobu odpisování byl koeficient náročnosti vypočítán zvlášť pro nehmotný majetek, stavby a samostatné movité věci. Pokud bychom předpokládali konstantní investiční politiku společnosti do dlouhodobého majetku, potom můžeme odhadnout výši investic na roky 2010 až 2013 při celkovém přírůstku tržeb od konce roku 2009 do konce roku 2013 ve výši 3 824 759 tis Kč, následovně:

Tabulka č. 21: Odhad investic na základě minulého koeficientu náročnosti pro roky 2010 – 2013

	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic pro růst tržeb (v tis. Kč)
Nehmotný majetek	0	0
Stavby	6,6 %	252 434
Samostatné movité věci	10,1 %	386 301
Celkem	16,7 %	638 735

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

Střednědobý investiční plán společnosti s výhledem do roku 2013 počítá především s investicemi do rekonstrukce budov, strojů a zařízení, přičemž průměrná roční výše plánových přírůstků majetku činí 32 mil. Kč. Tabulka č. 22 vykresluje představy managementu o plánovaných investicích.

Tabulka č. 22: Odhad investic podle představ managementu pro roky 2010 – 2013

	Odhad investic pro růst tržeb (v tis. Kč)
Stavby	57 000
Samostatné movité věci	71 000
Celkem	128 000

Zdroj: Finanční plán JMP, a.s.

Z výše uvedených tabulek je patrné, že představy managementu o budoucích investicích se značně liší oproti odhadům vypočtených na základě koeficientu náročnosti minulých

let. To je způsobeno podstatně vyšší investiční aktivitou v souvislosti s unbundlingem v minulých letech. Společnost zároveň nepředpokládá výrazné investice do výměny nebo odkupu plynárenských sítí. Výsledný plán investic byl tedy stanoven jako vážený aritmetický průměr obou odhadů se zvýhodněním plánu managementu v poměru 2:1 (viz tabulka č. 23).

Tabulka č. 23: Výsledný odhad investic pro roky 2010 – 2013

	Odhad investic pro růst tržeb (v tis. Kč)	Investice ročně
Nehmotný majetek	0	0
Stavby	122 145	30 536
Samostatné movité věci	176 100	44 025
Celkem	298 245	74 561
Výsledný k_{DMx}	**7,8 %**	

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů a plánu analyzované společnosti

S investicemi do dlouhodobého majetku také souvisí plán odpisů, který shrnuje tabulka č. 24. Podrobný plán odpisů podle kategorií majetku je uveden v příloze č. 17.

Tabulka č. 24: Plán odpisů a zůstatkové hodnoty pro roky 2010 – 2013

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Odpisy	83 173	91 528	99 883	75 614
Zůstatková hodnota	1 361 308	1 351 678	1 343 065	1 367 078

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů a plánu analyzované společnosti

7.3.1 Stanovení kalkulované úrokové míry

Kalkulovaná úroková míra byla stanovena na základě váženého aritmetického průměru nákladů na kapitál (WACC), které v sobě zahrnují náklady na cizí kapitál i náklady vlastního kapitálu.

Cizí zdroje společnosti tvoří jednak překlenovací, tzv. roll-over úvěry poskytované v rámci cash poolingu s úrokovou sazbou stanovenou na úrovni jednodenní sazby PRIBOR + 0,5% pro každý den, a dále krátkodobé termínované úvěry, opět z titulu cash poolingu, úročené sazbou v rozmezí 2,65 % až 3,50 % v závislosti na době splatnosti úvěru (od 3 měsíců do 1 roku). Společnost využívá těchto překlenovacích a krátkodobých termínovaných úvěrů na základě aktuální potřeby peněžních prostředků, zpravidla v souvislosti s nákupem zemního plynu. Průměrná úroková sazba z těchto úvěrů v roce 2009 činila 3,17 % p.a. Navíc byla v roce 2009 společnosti v rámci skupiny (věřitel RWE Transgas) poskytnuta dlouhodobá půjčka ve výši 50 mil. Kč se splatností k listopadu 2012 a úrokovou sazbou 3,89 % p.a.

Tabulka č. 25: Průměrné náklady na cizí kapitál

	Účetní hodnota (tis. Kč)	Úroková sazba	Součin
Dlouhodobá půjčka	46 163	3,89 %	1 796
Krátkodobé termínované a roll-over úvěry	1 034 069 [1]	3,17 %	32 780
Součet	1 080 232		34 576
Průměrné náklady cizího kapitálu = 34 576 / 1 080 232 = **3,20 %**			

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů a plánu analyzované společnosti

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je použit model CAPM, který vychází ze základního vzorce (dle Mařík a kol., 2007, s. 233) $n_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ$,

kde:

n_{VK} …. náklady vlastního kapitálu

r_f ……. aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů

β ……. odvětvové β upravené na zadlužení konkrétního podniku

RPT … riziková prémie kapitálového trhu

RPZ … riziková prémie země

[1] K 31. prosinci 2009 měla společnost všechny překlenovací a krátkodobé termínované úvěry splacené

Výsledek výpočtu nákladů na vlastní kapitál dle metodiky Maříka (2007, s. 215 – 222) shrnuje následující tabulka č. 26.

Tabulka č. 26: Náklady na vlastní kapitál

ukazatel	hodnota
Bezriziková sazba USA k 9.7.2010	**3,75 %** [2]
Riziková prémie trhu	**4,97 %** [3]
Rating ČR	A1 [3]
Riziko selhání země	1,61 % [2]
Orientační koeficient (poměr volatility akcií a dluhopisů)	1,5 [3]
Inflační rozdíl	1,05 % [4]
Riziková prémie ČR	**3,47 %**
Nezadlužená beta (Oil/Gas Distribution)	**0,53** [3]
Sazba daně	19 %
Poměr cizího a vlastního kapitálu	0,14
Zadlužená beta	**0,59**
Náklady vlastního kapitálu	**10,12 %**

Zdroj: vlastní práce, www.damodaran.com, www.bondsonline.com

Bezriziková úroková míra byla určena jako aktuální výnosnost desetiletých státních obligací ve Spojených státech. Riziková prémie trhu byla stanovena jako geometrický průměr pozorování v letech 1928 – 2009 v USA. Riziková prémie ČR je vypočtena jako riziko selhání země vynásobené poměrem volatility trhu akcií a volatility vládních dluhopisů, který je odhadován na 1,5. Tento součin je navíc zvýšen o rozdíl v dlouhodobě prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA, jelikož diskontní míra je kalkulována z pohledu českého investora. Riziko selhání země je odvozeno jako rozdíl mezi výnosností amerických podnikových dluhopisů s ratingem stejným, jako je rating ČR a výnosností amerických vládních dluhopisů. Zadlužená beta je dána výrazem (Mařík a kol., 2007, s. 235):

$$\beta_{zadlužené} = \beta_{nezadlužené} * (1 + \text{cizí kapitál} / \text{vlastní kapitál}) * (1 - \text{daňová sazba})$$

Výsledný výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál ilustruje tabulka č. 27.

[2] www.bondsonline.com

[3] www.damodaran.com

[4] www.forecasts.org, www.cnb.cz

Tabulka č. 27: Průměrné vážené náklady na kapitál

	Váha	Náklad	Součin
Cizí kapitál	13,9 %	3,20 %	0,44 %
Vlastní kapitál	86,1 %	10,12 %	8,70 %
Průměrné vážené náklady kapitálu			**9,14 %**

Zdroj: vlastní práce

7.3.2 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Na základě provedené analýzy vývoje generátorů hodnoty a jejich odhadu do budoucna je možné přistoupit k prvotnímu odhadu hodnoty oceňované společnosti. Pro výpočet byl využit vzorec uvedený v kapitole 3.4.5. Pro zjednodušení kalkulace je nejdříve vhodné provést přepočet ziskové marže před odpisy na ziskovou marži po odpisech a dani. Tuto kalkulaci zachycuje tabulka č. 28.

Tabulka č. 28: Výpočet ziskové marže po odpisech a dani pro roky 2010 – 2013

	2010	2011	2012	2013
Zisková marže před odpisy	8,53 %	7,41 %	6,66 %	6,24 %
Podíl odpisů na tržbách	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %
Zisková marže po odpisech	8,13 %	7,01 %	6,26 %	5,94 %
Sazba daně z příjmů	19,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %
Zisková marže po dani	6,59 %	5,68 %	5,07 %	4,81 %
Průměrná zisková marže po dani	**5,54 %**			

Zdroj: vlastní práce

Další hodnoty potřebné pro výpočet (Mařík a kol., 2007, s. 148):

$\mathbf{k_{DMx}}$ (počítaný z *investic netto* jako přírůstek dlouhodobého majetku od 2009 do 2013 / přírůstek tržeb od 2009 do 2013, tj. **-13 307 / 3 824 759**) = **-0,35 %**

$\mathbf{k_{WC}}$ (převzato z prognózy pracovního kapitálu) = **-20,57 %**

Tržby v posledním skutečném roce, tj. 2009 = **19 152 mil. Kč**

S využitím těchto vstupních hodnot lze provést předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty. Tabulka č. 29 zobrazuje pesimistickou, střední a optimistickou prognózu hodnoty podniku.

Tabulka č. 29: Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Generátor hodnoty	Označení	Prognóza		
		Pesimistická	Střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	g	3,39 %	4,39 %	5,39 %
Zisková marže po odpisech a dani	r_{ZPx}	4,54 %	5,54 %	6,54 %
Náročnost růstu tržeb na:				
-růst pracovního kapitálu	k_{WC}	-19,57 %	-20,57 %	-21,57 %
-růst dlouhodobého majetku	k_{DMx}	0,65 %	-0,35 %	-1,35 %
-investice netto celkem		-18,92 %	-20,92 %	-22,92 %
Kalkulovaná úroková míra	i_k	10,14 %	9,14 %	8,14 %
Hodnota podniku brutto (mil. Kč)		**15 004,6**	**26 683,7**	**55 396,9**

Zdroj: vlastní práce

Ocenění na základě generátorů hodnoty je nejjednodušším postupem, při kterém získáme jen orientační odhad ocenění. Tento model oceňovateli umožňuje získat základní představu o tom, v jakém rámci by se výnosové ocenění mohlo pohybovat. Vzhledem k tomu, že při predikci generátorů hodnoty je prognózován klesající trend ziskové marže, v důsledku rostoucích nákupních cen plynu a sílícího tlaku konkurence, lze předpokládat, že se výsledné ocenění bude spíše blížit pesimistické hodnotě podniku, tj. 15 mld. Kč, popř. pohybovat v rozmezí pesimistické a střední hodnoty.

Optimistická varianta ocenění je vzhledem k výše zmíněnému vývoji ziskové marže i současnému vývoji celého odvětví nepravděpodobná.

8 Výnosové ocenění podniku

Po provedení strategické a finanční analýzy a prognóze hlavních generátorů hodnoty je možné přistoupit k sestavení finančního plánu a poté k samotnému ocenění společnosti JMP, a.s. Pro výpočet výsledné hodnoty bude využito dvou výnosových metod, metody diskontovaných peněžních toků (DCF entity) a metody kapitalizovaných čistých výnosů.

8.1 Finanční plán

Finanční plán je jedním ze základních podkladů pro oceňovatele a jeho sestavení je tedy nezbytným předpokladem při využití některé z výnosových metod oceňování. Plánovanou rozvahu a výkaz zisků a ztrát lze nalézt v příloze č. 18 této práce.

Klíčové položky finančního plánu jako jsou tržby, zisková marže v peněžním vyjádření, jednotlivé nákladové položky, výše pohledávek a závazků a prognóza investic do dlouhodobého majetku vycházejí především z hodnot odhadnutých při prognóze generátorů hodnoty. Výše nákladových úroků vychází jednak z dlouhodobé půjčky ve výši 50 mil. Kč s úrokovou sazbou 3,89 % p.a., a dále z nákladových úroků souvisejících s překlenovacími a krátkodobými termínovanými úvěry, jejichž růst byl odhadnutý úměrně růstu výkonové spotřeby. Sazba daně z příjmu právnických osob je stanovena na úrovni 19 %.

8.2 Metoda diskontovaných peněžních toků

Prvním krokem ocenění společnosti JMP, a.s. prostřednictvím dvoufázové metody DCF je výpočet tzv. volných peněžních toků (FCFF) plynoucích podniku v jednotlivých letech prognózovaného období. Nejdříve je však vhodné vyčíslit celkový investovaný provozně nutný kapitál společnosti a korigovaný výsledek hospodaření po dani. Celkový investovaný kapitál získáme jako součet dlouhodobého majetku a upraveného pracovního kapitálu. Korigovaný výsledek hospodaření po dani byl vypočten jako součet korigovaného provozního hospodářského výsledku a výnosů z DFM zdaněného plánovanou úrokovou sazbou 19 %.

Tabulka č. 30: Investovaný provozně nutný kapitál celkem

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Provozně nutný dlouhodobý majetek	8 937 974	8 928 344	8 919 731	8 943 744
z toho: DHM a DNM	1 361 308	1 351 678	1 343 065	1 367 078
DFM	7 576 666	7 576 666	7 576 666	7 576 666
Provozně nutný upravený pracovní	-1 373 212	-1 514 351	-1 619 514	-1 681 093
Provozně nutný investovaný kapitál	**7 564 762**	**7 413 993**	**7 300 217**	**7 262 651**

Zdroj: vlastní práce

Tabulka č. 31: Korigovaný hospodářský výsledek po dani

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
KPVH	707 078	541 702	421 346	375 831
Výnosy z DFM	984 176	984 176	984 176	984 176
Korigovaný VH	1 691 254	1 525 878	1 405 522	1 360 007
Korigovaný VH po dani	**1 369 916**	**1 235 961**	**1 138 473**	**1 101 606**

Zdroj: vlastní práce

Nyní můžeme přejít k výpočtu volných peněžních toků pro jednotlivé roky 2010 až 2013, které je však nutné diskontovat k datu ocenění podniku, tj. 1. 1. 2010. Postup výpočtu FCFF a jeho následné diskontování shrnuje tabulka č. 32.

Tabulka č. 32: Výpočet volného a diskontovaného cash flow pro 1. fázi

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Korigovaný VH	1 691 254	1 525 878	1 405 522	1 360 007
Daň (19 %)	321 338	289 917	267 049	258 401
Korigovaný VH po dani	1 369 916	1 235 961	1 138 473	1 101 606
Odpisy	83 173	91 528	99 883	75 614
Úpravy o nepeněžní operace (změna	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku	-64 132	-81 898	-91 270	-99 627
Investice do pracovního kapitálu	478 941	141 139	105 163	61 579
FCFF	**1 867 898**	**1 386 730**	**1 252 249**	**1 139 172**
Odúročitel pro diskontní míru 9,14 %	0,9163	0,8395	0,7692	0,7048
Diskontované FCFF k 1. 1. 2010	**1 711 555**	**1 164 160**	**963 230**	**802 888**

Zdroj: vlastní práce

Odpisy pro jednotlivé roky jsou převzaty z plánované výsledovky v plné výši. Investice do dlouhodobého majetku byly vypočítány jako změna výše dlouhodobého majetku za daný rok plus odpisy. Do výpočtu FCFF pak byly dosazeny s opačným znaménkem. Stejný postup byl použit i v případě výpočtu investic do pracovního kapitálu. Odúročitel byl vypočten s diskontní mírou stanovenou na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), a to ve výši 9,14 %.

Hodnota podniku za období první fáze se následně vypočte jako prostý součet diskontovaných peněžních toků v letech 2010 až 2013. Hodnota první fáze tedy činí **4 641 833 tis. Kč**.

Pro stanovení hodnoty druhé fáze je nejdříve nutné určit výši tzv. pokračující hodnoty (PH). Hlavním parametrem této hodnoty je tempo růstu (g), od kterého se poté výrazným způsobem odvíjí i výsledné ocenění podniku. Vzhledem k těžko odhadnutelným dlouhodobým prognózám i určení jednoznačného trendu vývoje cen ropy, od kterého se odvíjí nákupní cena plynu potažmo i výše ziskové marže, a také s ohledem na relativně novou situaci v odvětví (liberalizace trhu s plynem, unbundling, rozvoj konkurenčního prostředí) je vhodné zvolit tempo růstu ve 2 variantách.

1. **g = -5%**, tempo růstu odvodíme od průměrného růstu (poklesu) výsledku hospodaření v první fázi (Mařík a kol., 2007, s. 194). Vývoj podniku v druhé fázi tak bude navazovat na základní dlouhodobou tendenci ve fázi první (zásada kontinuity). Budeme předpokládat, že cena ropy nadále poroste, konkurenční obchodníci s plynem budou surovinu nakupovat levněji na spotovém trhu a bude tedy pokračovat pokles tržního podílu společnosti

2. **g = 3%**, tempo růstu odvodíme od očekávaného růstu odvětví [5] (Kislingerová, E., 2001, s. 203). Budeme předpokládat, že situace na trhu s plynem se stabilizuje, nákupní ceny odvozované od ceny ropy a nákupní ceny plynu na spotovém trhu se srovnají, popřípadě dojde k poklesu ceny ropy.

Po stanovení odhadovaného tempa růstu je možné přejít k výpočtu pokračující hodnoty. Kalkulace pokračující hodnoty pro obě varianty s použitím Gordonova vzorce (kap. 3.5.1) ilustruje následující tabulka č. 33.

[5] Očekávaný růst spotřeby plynu podle ERÚ

Tabulka č. 33: Výpočet pokračující hodnoty

ukazatel	varianta 1	varianta 2
Tempo růstu	-5,0 %	3,0 %
Korigovaný HV po dani 2014	1 046 525 tis. Kč	1 134 654 tis. Kč
Investovaný kapitál celkem 2014	6 899 518 tis. Kč	7 480 531 tis. Kč
Investice netto 2014	-363 132 tis. Kč	217 879 tis. Kč
FCFF 2014	1 409 658 tis. Kč	916 774 tis. Kč
Pokračující hodnota (PH)	**9 969 292 tis. Kč**	**14 931 178 tis. Kč**

Zdroj: vlastní práce

Vypočtenou pokračující hodnotu je nutné opět diskontováním převést na hodnotu současnou. Provozní hodnota podniku brutto je pak dána jako součet hodnoty první fáze a hodnoty druhé fáze (diskontované PH). Po odečtení úročeného cizího kapitálu k datu ocenění od hodnoty brutto, získáme hodnotu podniku netto.

Tabulka č. 34: Výpočet výsledné hodnoty podniku

v tis. Kč	varianta 1	varianta 2
Pokračující hodnota	**9 969 292**	**14 931 178**
Současná hodnota 1. fáze	4 641 833	4 641 833
Současná hodnota 2. fáze	7 026 357	10 523 494
Provozní hodnota brutto	**11 668 190**	**15 165 327**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	46 163	46 163
Provozní hodnota netto	**11 622 027**	**15 119 164**
Neprovozní majetek	0	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1.	**11 622 027**	**15 119 164**

Zdroj: vlastní práce

Výsledná hodnota společnosti JMP, a.s. vypočítaná na základě dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků činí **11 622 027 tis. Kč** pro tempo růstu -5,0 % a **15 119 164 tis. Kč** pro tempo růstu 3,0 %.

8.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (paušální metoda)

Paušální varianta metody kapitalizovaných čistých výnosů vychází z analýzy výsledků hospodaření minulých let a budoucí růstové možnosti firmy zpravidla nejsou brány v úvahu. Jádrem ocenění je zde odhad trvale odnímatelného čistého výnosu, který je možno rozdělit, aniž by byla narušena majetková podstata podniku.

V prvním kroku je provedena úprava minulých výsledků hospodaření. Její postup zobrazuje tabulka č. 35. Výsledkem je pak upravený výsledek hospodaření (UVH) před odpisy, který je dále upraven o inflaci a vynásobený vahami jednotlivých let, přičemž poslední rok sledovaného období má největší váhu, tj. 5.

Tabulka č. 35: Výpočet upraveného výsledku hospodaření (UVH)

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
VH před zdaněním vč. fin.	**1 008 511**	**1 215 338**	**753 081**	**474 163**	**2 244 430**
Odpisy	547 519	515 148	102 489	78 942	75 175
Tržby z prodeje DM	-63 004	-23 556	-24 923	-23 833	-17 448
Zůstatková cena prodaného DM	78 502	22 198	18 502	18 671	14 692
Mimořádné výnosy/náklady	0	0	0	0	0
UVH před odpisy	**1 571 528**	**1 729 128**	**849 149**	**547 943**	**2 316 849**
Cenový index řetězový	1,019	1,025	1,028	1,063	1,010
Cenový index bazický k roku	0,884	0,906	0,931	0,990	1
UVH upravený o inflaci	**1 777 747**	**1 908 530**	**912 083**	**553 478**	**2 316 849**
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci * váhy	**1 777 747**	**3 817 060**	**2 736 248**	**2 213 911**	**11 584 245**

Zdroj: autor, na základě finančních výkazů analyzované společnosti

V druhém kroku je provedena úprava trvale odnímatelného čistého výnosu (TOČV). Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy je dán jako podíl součtu váženého UVH upraveného o inflaci a součtu vah jednotlivých roků. Tento TOČV snížíme o odpisy z reprodukčních cen a zdaníme. Odpisy z reprodukčních cen byly zvoleny vyšší než odpisy účetní. Výše daně je však kalkulována ze základu se skutečnými odpisy roku 2009 (uvažujeme zisk, který je nutno v podniku držet, popř. absorbujeme riziko nedosažení předpokládaného zisku). Hodnota vlastního kapitálu je pak dána poměrem TOČV po dani a kalkulované úrokové míry stanovené na úrovni WACC snížených o odhad dlouhodobé inflace, tedy 9,14 % - 2,00 % = 7,14 % (Mařík a kol., 2007, s. 276 – 277).

Tabulka č. 36: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu

	v tis. Kč
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (22 129 210 / 15)	**1 475 281**
Odpisy z reprodukčních cen	82 500
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	**1 392 781**
Daňový základ (s odpisy z 2009)	1 400 106
Daň (20%)	280 021
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani (1 392 781 – 280 021)	**1 112 760**
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2010	**15 584 868**

Zdroj: vlastní práce

Výsledná hodnota podniku na základě trvale odnímatelného čistého výnosu získaného paušální metodou je **15 584 868 tis. Kč**.

9 Závěr

Hlavním cílem této diplomové práce bylo ocenění společnosti Jihomoravská plynárenská, a.s. pro potřeby vlastníka. Společnost JMP, a.s. je regionální obchodní plynárenskou společností, která má v rámci České republiky největší počet zákazníků a dosahuje největších objemů prodeje zemního plynu.

Před samotným oceněním společnosti bylo nejdříve nutné provést řadu podpůrných analýz, především strategickou a finanční analýzu, a dále analýzu a prognózu generátorů hodnoty. Na základě těchto analýz byl vypracován finanční plán podniku pro roky 2010 – 2013, který je nezbytnou součástí ocenění prostřednictvím výnosových metod. Hodnota podniku pak byla stanovena s použitím metody diskontovaných peněžních toků a kapitalizovaných čistých výnosů.

Z výsledků strategické analýzy vyplývá, že trh se zemním plynem v posledních pěti letech prošel a stále prochází velkými změnami. 1. ledna 2007 došlo v České republice k úplné liberalizaci trhu se zemním plynem. Všichni zákazníci včetně domácností si tak mají právo zvolit svého dodavatele plynu. Cílem liberalizace bylo především umožnit vznik konkurenčního prostředí a volné soutěže v obchodování s plynem a snížit tak zákaznické ceny pro odběratele. S liberalizací byl úzce spojen proces unbundlingu neboli zákonem nařízeného oddělení distribuce od samotného obchodu se zemním plynem. Tímto požadavkem byly stávající plynárenské společnosti včetně JMP, a.s. rozděleny na dva samostatné právní subjekty, a to provozovatele distribuční soustavy a obchodníka se zemním plynem. Energetický regulační úřad zároveň ukončil regulaci cen plynu a stanovuje pouze ceny za přepravu a distribuci, přičemž nově vzniklé distributorské společnosti nadále zůstávají státem regulovanými podniky. Všechny tyto události měly za následek, že na plynárenském trhu začala působit více než desítka nových obchodníků s plynem, kteří se ve svých aktivitách zaměřují již na všechny kategorie odběratelských skupin. Společnost JMP, a.s. tak pociťuje pokles tržního podílu, který by měl podle odhadů samotné společnosti i v nadcházejících letech pokračovat.

Z provedené finanční analýzy za roky 2005 – 2009 můžeme společnost označit za finančně zdravý podnik s charakteristickými rysy energetického podniku se zálohovým

systémem plateb. Ve všech sledovaných letech dosáhla JMP, a.s. kladného hospodářského výsledku, v roce 2009 přesáhl hospodářský výsledek před zdaněním 2 miliardy Kč. Rok 2009 byl nejúspěšnějším rokem za sledované období, zejména díky dosažené marži z prodeje zemního plynu v důsledku poklesu ceny ropy, která klesla o více než 2/3. Za nejslabší rok lze označit rok 2008, kdy se naopak vinou hospodářské krize dostala cena ropy na svoje maximum a nepříznivý vývoj nákupní ceny zemního plynu tak způsobil výrazný pokles zisku. Společnost vykazuje nízké hodnoty likvidity a nulovou likviditu hotovostní. To je způsobeno zapojením společnosti do cash-poolingu, kdy efektivní sdílení hotovosti v rámci skupiny RWE pokrývá aktuální potřebu financí a jednotlivé společnosti skupiny tak minimalizují svoje krátkodobé finanční prostředky. Výsledné hodnoty modelů predikujících finanční tíseň podniku zařadily společnost mezi stabilní podniky, kterým nehrozí bankrot.

V rámci generátorů hodnoty byly analyzovány a poté prognózovány nejdůležitější vnitropodnikové veličiny, které mají vliv na konečnou hodnotu podniku. Východiskem pro odhad jednotlivých sledovaných položek byl především očekávaný vývoj cen zemního plynu a objem prodejů plynoucích ze strategické analýzy i očekávání a podkladů společnosti. Pro prognózu pracovního kapitálu byly také využity doby obratu ve dnech jednotlivých položek z tržeb. V rámci prognózy byl dále zpracován odhad investic do dlouhodobého majetku včetně plánu odpisů pro budoucí období. Na základě prognózy generátorů hodnoty byl zpracován finanční plán společnosti pro roky 2010 – 2013, který zahrnuje plánovanou rozvahu a plánovaný výkaz zisku a ztrát.

Závěrečná část práce je věnována samotnému ocenění společnosti JMP, a.s. s pomocí dvou výnosových metod. Hodnota podniku na základě dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků byla vypočtena ve dvou variantách. První varianta počítá s tempem růstu pokračující hodnoty na úrovni -5 %, tedy vychází z předpokladu, že druhá fáze vývoje bude obdobná jako první fáze, pro kterou je zpracována nejbližší prognóza. Nadále bude pokračovat růst ceny ropy, od kterého se odvíjí nákupní cena zemního plynu pro JMP, a.s., noví obchodníci budou využívat konkurenční výhody levnějšího nákupu suroviny na spotovém trhu a bude pokračovat pokles tržního podílu společnosti. Pro tuto variantu byla stanovena hodnota podniku ve výši 11 622 027 tis. Kč. Druhá, optimističtější varianta, počítá s tempem růstu pokračující hodnoty přibližně

na úrovni očekávaného růstu odvětví, tj. 3%. Pro tuto variantu byla hodnota podniku stanovena ve výši 15 119 164 tis. Kč. Výsledky ocenění na základě metody DCF jsou značně vzdáleny od střední hodnoty získané předběžným oceněním podniku na základě generátorů hodnoty, která byla vypočtena ve výši 26 683,7 mil. Kč. To je způsobeno jednak klesajícím trendem ziskové marže v první fázi prognózy, ale především tempem růstu pokračující hodnoty stanoveného pro druhou fázi. To bylo pro obě varianty zvoleno s cílem, aby co nejvěrněji reflektovalo skutečný možný vývoj odvětví a faktorů majících vliv na hospodaření společnosti.

Pro srovnání bylo ocenění podniku provedeno prostřednictvím paušální varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů, která vychází z úprav minulých výsledků hospodaření. Na základě této metody byla hodnota společnosti vypočítána ve výši 15 584 868 tis. Kč. Ačkoliv bývá ocenění na základě této metody považováno za jistou dolní hranici hodnoty, protože zpravidla nezohledňuje budoucí růstové možnosti podniku, v případě JMP, a.s. vychází takto vypočtená výnosová hodnota podniku vyšší než s využitím metody DCF. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů vychází z předpokladu, že firma bude v budoucnu dosahovat alespoň takových výnosů jako v minulých letech, přičemž největší váhu má poslední rok sledovaného období. Vzhledem k tomu, že v nejbližších prognózovaných letech se očekává spíše pokles výnosového potenciálu podniku, můžeme ocenění podniku touto metodou naopak označit za určitou horní hranici jeho hodnoty.

10 Seznam literatury

1) KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1
2) KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009. 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0
3) MAREK, P. a kolektiv. *Studijní průvodce financemi podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2006. 624 s. ISBN 80-86119-37-8
4) MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění základní metody a postupy*. 2. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3
5) MLČOCH, J. *Oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6
6) SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy*. 2. vydání. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8
7) SEDLÁČKOVÁ, H. *Strategická analýza*. 1. vydání. Praha: C.H.Beck, 2000. 101 s. ISBN 80-7179-422-8
8) SYNEK, M. a kolektiv. *Manažerská ekonomika*. 3. vydání. Praha: Grada Publishing, 2003. 472 s. ISBN 80-247-0515-X
9) VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X

Zákony a vyhlášky

10) Zákon č. 513/1991 Sb., *obchodní zákoník* [online]. 2010 [cit. 2010-10-09]. Dostupné z WWW: <http://www.zakonycr.cz/seznamy/513-1991-Sb-obchodni-zakonik.html>
11) Vyhláška č. 365/2009 Sb., *o Pravidlech trhu s plynem* [online]. 2010 [cit. 2010-11-14]. Dostupné z WWW: <http://www.eru.cz/dias-browse_articles.php?parentId=261>

Elektronické zdroje

12) *BondsOnline* [online]. 2010 [cit. 2010-11-29]. US Corporate Spreads and Treasury Bonds. Dostupné z WWW: <http://www.bondsonline.com/Search_Quote__Center/>

13) *Česká národní banka* [online]. 2010 [cit. 2010-11-04]. Aktuální prognóza ČNB. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html>

14) *Český statistický úřad* [online]. 2010 [cit. 2010-10-12]. Vybrané tabulky – Energetika. Dostupné z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/prumysl_energetika>

15) *Česká plynárenská unie* [online]. 2010 [cit. 2010-09-13]. Legislativa a předpisy. Dostupné z WWW: <http://www.cpu.cz/legislativa/cleneni-predpisu>

16) *Damodaran Online* [online]. 2010 [cit. 2010-11-26]. Updated data. Dostupné z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

17) *Energetický regulační úřad* [online]. 2010 [cit. 2010-10-05]. Statistika a prognóza. Dostupné z WWW: <http://www.eru.cz/dias-browse_articles.php?parentId=77>

18) *Energetický regulační úřad* [online]. 2010 [cit. 2010-12-09]. Metodika regulace. Dostupné z WWW: <http://www.eru.cz/dias-browse_articles.php?parentId=78>

19) *Jihomoravská plynárenská* [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. Dostupné z WWW: <http://www.rwe.cz/cs/rwe-v-cr-jihomoravska-plynarenska/>

20) *RWE* [online]. 2010 [cit. 2010-10-12]. Tiskové zprávy. Dostupné z WWW: <http://www.rwe.cz/cs/press-centrum/>

21) *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2010 [cit. 2010-10-30]. Energetika a suroviny. Dostupné z WWW: <http://www.mpo.cz/cz/energetika-a-suroviny/>

22) *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2010 [cit. 2010-10-30]. Státní energetická koncepce ČR. Dostupné z WWW: <http://www.mpo.cz/dokument5903.html>

23) *World energy council* [online]. 2010 [cit. 2010-11-05]. Survey of Energy Resources 2010. Dostupné z WWW: <http://www.worldenergy.org/publications/3040.asp>

Seznam zkratek

CA – celková aktiva

CF – cash flow

CZK – česká koruna

DCF – diskontované peněžní toky

DM – dlouhodobý majetek

DFM – dlouhodobý finanční majetek

DHM – dlouhodobý hmotný majetek

DNM – dlouhodobý nehmotný majetek

EBIT – zisk před zdaněním a úroky

ERÚ – Energetický regulační úřad

FCFF – volné peněžní toky do firmy

FM – finanční majetek

HDP – hrubý domácí produkt

JMP – Jihomoravská plynárenská

KVH – korigovaný výsledek hospodaření

MPO – Ministerstvo průmyslu a obchodu

OA – oběžná aktiva

PRIBOR – Prague InterBank Offered Rate, tj. pražská mezibankovní nabídková sazba

ROA – ukazatel rentability celkových vložených aktiv

ROE – ukazatel rentability vlastního kapitálu

ROCE – ukazatel rentability celkových vložených aktiv

ROS – ukazatel rentability tržeb

SEK – Státní energetická koncepce

TOČV – trvale odnímatelný čistý výnos

USD – americký dolar

UVH – upravený výsledek hospodaření

VK – vlastní kapitál

WACC – Weighted Average Cost of Capital, tj. vážené průměrné náklady kapitálu

Seznam tabulek

Tabulka 1: Akcionáři JMP, a.s. k 31. 12. 2009……..……..... 38
Tabulka 2: Rozdělení legislativních a technických předpisů pro energetiku……..... 40
Tabulka 3: Vývoj ukazatelů inflace a nezaměstnanosti a jejich predikce……..... 42
Tabulka 4: Vývoj počtu zákazníků JMP, a.s. v jednotlivých kategoriích v letech 2004 – 2009..…… 49
Tabulka 5: Změny dodavatele plynu u konečných zákazníků na základě switchingu……..……..... 50
Tabulka 6: Vývoj relevantního trhu a jeho prognóza……...……. 53
Tabulka 7: Skutečné a odhadované tempo růstu prodejních cen zemního plynu……...…… 53
Tabulka 8: Analýza vývoje tržeb a jejich predikce v závislosti na rozvoji trhu, tržního podílu a prodejních cen plynu... 54
Tabulka 9: Vývoj průměrného počtu zaměstnanců a průměrné mzdy v letech 2004 – 2009...……..... 57
Tabulka 10: Ukazatele zadluženosti v letech 2005 – 2009……..…….. 66
Tabulka 11: Ukazatele likvidity v letech 2005 – 2009……..……. 68
Tabulka 12: Ukazatele aktivity v letech 2005 – 2009……..…….. 69
Tabulka 13: Ukazatele rentability v letech 2005 – 2009……..…….. 70
Tabulka 14: Stav provozně potřebných a neprovozních aktiv v letech 2005 – 2009..……..…… 73
Tabulka 15: Vývoj tržeb a jejich predikce……..……..... 74
Tabulka 16: Výpočet ziskové marže v letech 2005 – 2009……..…….. 75
Tabulka 17: Prognóza ziskové marže pro roky 2010 – 2013……..……... 75
Tabulka 18: Upravený pracovní kapitál v letech 2005 – 2009……..…… 77
Tabulka 19: Prognóza pracovního kapitálu pro roky 2010 – 2013……..... 78
Tabulka 20: Investice do dlouhodobého majetku v tis. Kč v letech 2005 – 2009…….. 79
Tabulka 21: Odhad investic na základě minulého koeficientu náročnosti pro roky 2010 – 2013 ……..... 79
Tabulka 22: Odhad investic podle představ managementu pro roky 2010 – 2013……..... 79
Tabulka 23: Výsledný odhad investic pro roky 2010 – 2013…… 80
Tabulka 24: Plán odpisů a zůstatkové hodnoty pro roky 2010 – 2013……... 80
Tabulka 25: Průměrné náklady na cizí kapitál…… 81
Tabulka 26: Náklady na vlastní kapitál…….. 82
Tabulka 27: Průměrné vážené náklady na kapitál…….. 83
Tabulka 28: Výpočet ziskové marže po odpisech a dani pro roky 2010 – 2013…… 83
Tabulka 29: Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty……..... 84
Tabulka 30: Investovaný provozně nutný kapitál celkem…….. 86
Tabulka 31: Korigovaný hospodářský výsledek po dani…… 86
Tabulka 32: Výpočet volného a diskontovaného cash flow pro 1. fázi……..... 86
Tabulka 33: Výpočet pokračující hodnoty…… 88
Tabulka 34: Výpočet výsledné hodnoty podniku……... 88
Tabulka 35: Výpočet upraveného výsledku hospodaření (UVH)……...…….. 89
Tabulka 36: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu……... 90

Seznam grafů

Graf 1: Struktura ceny zemního plynu ……...40
Graf 2: Vývoj HDP v ČR a jeho predikce v mld. Kč…… 41
Graf 3: Struktura spotřeby energetických zdrojů v ČR…….. 43
Graf 4: Celková spotřeba zemního plynu v ČR a její dlouhodobá prognóza……..... 47
Graf 5: Struktura spotřeby energetických zdrojů do roku 2050…… 48
Graf 6: Podíl zákaznických kategorií na spotřebě plynu v roce 2009…… 49
Graf 7: Vývoj aktiv v letech 2005 – 2009 (v tis. Kč)…… 61
Graf 8: Vývoj pasiv v letech 2005 – 2009 (v tis. Kč)……..... 62
Graf 9: Struktura aktiv v letech 2005 – 2009 (v %)……63
Graf 10: Struktura stálých aktiv v letech 2005 – 2009 (v %)…… 64
Graf 11: Struktura pasiv v letech 2005 – 2009 (v %)…… 64
Graf 12: Vývoj celkových výnosů a nákladů v letech 2005 – 2009 (v tis. Kč)…….. 65
Graf 13: Srovnání doby obratu pohledávek a závazků z obchodního styku (ve dnech)……70
Graf 14: Vývoj ukazatelů rentability v letech 2005 – 2009 (v %)……..... 71

Seznam příloh

Příloha č. 1 .....Rozvaha – aktiva

Příloha č. 2 .....Rozvaha – pasiva

Příloha č. 3 .....Výkaz zisku a ztrát

Příloha č. 4 .....Horizontální analýza aktiv – 1. část

Příloha č. 5 .....Horizontální analýza aktiv – 2. část

Příloha č. 6 .....Horizontální analýza pasiv – 1. část

Příloha č. 7 .....Horizontální analýza pasiv – 2. část

Příloha č. 8 .....Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát – 1. část

Příloha č. 9 .....Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát – 2. část

Příloha č. 10 .....Vertikální analýza aktiv

Příloha č. 11 .....Vertikální analýza pasiv

Příloha č. 12 .....Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

Příloha č. 13 .....Predikce finanční tísně podniku

Příloha č. 14 .....Analýza a prognóza generátorů hodnoty – tržby

Příloha č. 15 .....Analýza a prognóza generátorů hodnoty – zisková marže

Příloha č. 16 .....Analýza a prognóza generátorů hodnoty – pracovní kapitál

Příloha č. 17 .....Analýza a prognóza generátorů hodnoty – investice do DM

Příloha č. 18 .....Finanční plán

Příloha č. 19 .....Metodika ERÚ (distribuce plynu)

Příloha č. 1: Aktiva v tis. Kč v letech 2005 – 2009

R O Z V A H A - A K T I V A						
Aktiva k 31.12. (tis. Kč)		**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
	AKTIVA CELKEM	**15 766 526**	**18 082 730**	**18 726 346**	**21 044 876**	**17 816 908**
A.	**POHLEDAVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL**	0	0	0	0	0
B.	**DLOUHODOBÝ MAJETEK**	**8 587 167**	**9 062 366**	**9 018 050**	**8 997 400**	**8 957 015**
B.I.	**Dlouhodobý nehmotný majetek**	**36 858**	**14 031**	**1 452**	**566**	**209**
1.	Software	28 867	12 369	651	61	0
2.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	5 143	1 302	801	505	209
3.	Nedokončený DNM	2 836	360	0	0	0
4.	Poskytnuté zálohy na DNM	12	0	0	0	0
B.II.	**Dlouhodobý hmotný majetek**	**8 550 309**	**1 482 351**	**1 450 614**	**1 430 850**	**1 380 140**
1.	Pozemky	76 512	47 239	47 239	47 239	47 150
2.	Stavby	7 862 102	1 260 362	1 231 814	1 245 988	1 211 026
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	473 967	172 230	164 128	136 940	110 727
4.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	558	558	558	558	576
5.	Nedokončený DHM	56 098	2 759	1 523	125	10 661
6.	Poskytnuté zálohy na DHM	81 072	43	5 352	0	0
7.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	-840	0	0	0
B.III.	**Dlouhodobý finanční majetek**	**0**	**7 565 984**	**7 565 984**	**7 565 984**	**7 576 666**
1.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	174 681	174 681	174 681	174 681	174 681
2.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	-174 681	7 391 303	7 391 303	7 391 303	7 401 985
C.	**OBĚŽNÁ AKTIVA**	**6 979 751**	**9 010 570**	**9 706 896**	**12 046 636**	**8 858 770**
C.I.	**Zásoby**	**2 896**	**4 946**	**5 788**	**8 156**	**7 825**
1.	Materiál	2896	4 946	5788	8 156	7 825
C.II.	**Dlouhodobé pohledávky**	**0**	**24 324**	**22 132**	**70 181**	**15 873**
1.	Odložená daňová pohledávka	0	24 324	22 132	70 172	15 828
2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	9	45
C.III.	**Krátkodobé pohledávky**	**6 976 232**	**8 980 576**	**9 678 539**	**11 967 950**	**8 834 366**
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	161 973	134 304	129 549	181 010	165 986
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	118 644	0	0	275 454
3.	Stát - daňové pohledávky	196 826	336 243	101 023	193 543	60 701
4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	67 291	1 715 851	2 862 543	3 874 824	1 410 471
5.	Dohadné účty aktivní	6 553 195	6 674 705	6 538 798	7 716 863	6 892 306
6.	Jiné krátkodobé pohledávky	-3 053	829	1 626	1 710	29 448
C.IV.	**Krátkodobý finanční majetek**	**623**	**724**	**437**	**349**	**706**
1.	Peníze	565	688	437	338	287
2.	Účty v bankách	58	36	0	11	419
D.	**OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv**	**199 608**	**9 794**	**1 400**	**840**	**1 123**
D.I.	**Časové rozlišení**	**199 608**	**9 794**	**1 400**	**840**	**1 123**
1.	Náklady příštích období	199 608	9 474	1 104	496	965
2.	Příjmy příštích období	0	320	296	344	158

Příloha č. 2: Pasiva v tis. Kč v letech 2005 – 2009

R O Z V A H A - P A S I V A						
Pasiva k 31.12. (tis. Kč)		2005	2006	2007	2008	2009
	PASIVA CELKEM	**15 766 526**	**18 082 730**	**18 726 346**	**21 044 876**	**17 816 908**
A.	**VLASTNÍ KAPITÁL**	**6 452 255**	**6 820 843**	**6 531 866**	**6 366 059**	**7 805 971**
A.I.	**Základní kapitál**	**2 687 483**	**2 687 483**	**2 687 483**	**2 687 483**	**2 687 483**
1.	Základní kapitál	2 687 483	2 687 483	2 687 483	2 687 483	2 687 483
A.II.	**Kapitálové fondy**	**2 016 994**	**2 291 393**	**2 291 393**	**2 291 393**	**2 291 393**
1.	Ostatní kapitálové fondy	2 016 994	2 291 393	2 291 393	2 291 393	2 291 393
2.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
A.III.	**Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku**	**1 004 736**	**1 002 224**	**998 836**	**990 798**	**990 475**
1.	Zákonný rezervní fond	556 897	556 897	556 897	556 897	556 897
2.	Statutární a ostatní fondy	447 839	445 327	441 939	433 901	433 578
A.IV.	**Hospodářský výsledek minulých let**	**456**	**-81 129**	**-135 313**	**-126 675**	**-153 057**
1.	Nerozdělený zisk minulých let	456	-81 129	-135 313	-126 675	-153 057
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A.V.	**VH běžného účetního období (+/-)**	**742 586**	**920 872**	**689 467**	**523 060**	**1 989 677**
B.	**CIZÍ ZDROJE**	**9 314 271**	**11 261 871**	**12 193 649**	**14 678 221**	**10 010 926**
B.I.	**Rezervy**	**160 456**	**79 199**	**42 053**	**19 289**	**226 483**
1.	Rezerva na daň z příjmů	32 442	65 799	33 637	0	177 369
2.	Ostatní rezervy	128 014	13 400	8 416	19 289	49 114
B.II.	**Dlouhodobé závazky**	**187 945**	**0**	**-2**	**18**	**46 163**
1.	Odložený daňový závazek	187 945	0	0	0	0
2.	Jiné dlouhodobé závazky	0	0	-2	18	46 163
B.III.	**Krátkodobé závazky**	**8 965 870**	**11 182 672**	**12 151 598**	**14 658 914**	**9 738 280**
1.	Závazky z obchodních vztahů	1 602 382	530 398	578 322	598 703	571 614
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	241 187	0	1 038 893	1 762 337	0
3.	Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení	879	111 760	1 386	1 477	1 402
4.	Závazky k zaměstnancům	22 046	20 978	19 412	23 026	17 465
5.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	13 594	13 287	11 155	9 751	9 337
6.	Stát - daňové závazky a dotace	13 309	268 014	3 160	3 403	21 241
7.	Krátkodobé přijaté zálohy	6 931 007	7 934 332	6 818 209	7 774 466	7 824 339
8.	Dohadné účty pasivní	139 530	2 301 838	3 678 985	4 280 580	1 255 251
9.	Jiné krátkodobé závazky	1 936	2 065	2 076	205 171	37 631
B.IV.	**Bankovní úvěry a výpomoci**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
1.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
2.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.	**OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv**	**0**	**16**	**831**	**596**	**11**
C.I.	**Časové rozlišení**	**0**	**16**	**831**	**596**	**11**
1.	Výdaje příštích období	0	16	831	596	11
2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztrát v tis. Kč v letech 2005 – 2009

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT						
	Položka	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
I.	**Tržby za prodej zboží**	**563**	**1**	**0**	**0**	**0**
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	415	0	0	0	0
+	**OBCHODNÍ MARŽE**	**148**	**1**	**0**	**0**	**0**
II.	**Výkony**	**15 469 152**	**18 064 350**	**16 803 491**	**19 451 453**	**19 152 287**
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	15 469 152	18 064 350	16 803 491	19 451 453	19 152 287
2.	Aktivace	0	0	0	0	0
B.	**Výkonová spotřeba**	**13 459 596**	**15 880 692**	**15 985 643**	**18 961 862**	**17 840 577**
1.	Spotřeba materiálu a energie	12 896 133	15 288 161	15 180 982	18 414 781	14 345 675
2.	Služby	563 463	592 531	804 661	547 081	3 494 902
+	**PŘIDANÁ HODNOTA**	**2 009 704**	**2 183 659**	**817 847**	**489 591**	**1 311 710**
C.	**Osobní náklady**	**416 941**	**430 963**	**414 611**	**397 582**	**391 223**
1.	Mzdové náklady	299 936	309 227	298 726	289 019	283 522
2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	1 788	1 708	1 683	1 758	1 790
3.	Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	108 649	113 459	110 908	99 302	95 640
4.	Sociální náklady	6 568	6 568	3 293	7 503	10 271
D.	Daně a poplatky	13 906	24 014	11 698	2 274	6 830
E.	Odpisy DNM a DHM	547 519	515 148	102 489	78 942	75 175
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	63 004	23 556	24 923	23 833	17 448
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	78 502	22 198	18 502	18 671	14 692
G.	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-48 883	-49 809	40 715	16 909	84 471
IV.	Ostatní provozní výnosy	12 790	17 158	14 189	9 291	526 920
H.	Ostatní provozní náklady	59 496	52 358	22 403	27 833	18 694
*****	**PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ**	**1 018 017**	**1 229 501**	**246 541**	**-19 498**	**1 264 994**
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	4 461	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	3 220	232	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	517 300	747 778	984 176
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	5	187 931
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	203 169	13 802
X.	Výnosové úroky	3 906	6 270	4 916	3 150	3 163
N.	Nákladové úroky	13 003	18 665	13 962	52 241	34 596
XI.	Ostatní finanční výnosy	120	186	87	109	35 451
O.	Ostatní finanční náklady	1 771	1 721	1 802	2 061	182 887
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*****	**FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ**	**-9 506**	**-14 163**	**506 540**	**493 571**	**979 437**
Q.	**Daň z příjmů za běžnou činnost**	**265 925**	**294 466**	**63 614**	**-48 897**	**254 753**
1.	splatná	151 818	204 479	61 422	-947	200 409
2.	odložená	114 107	89 987	2 192	-48 040	54 344
******	**VH ZA BĚŽNOU ČINNOST**	**742 586**	**920 872**	**689 467**	**523 060**	**1 989 677**
*******	**Výsledek hospodaření za účetní období**	**742 586**	**920 872**	**689 467**	**523 060**	**1 989 677**
	Výsledek hospodaření před zdaněním	**1 008 511**	**1 215 338**	**753 081**	**474 163**	**2 244 430**
	Celkové výnosy	15 553 996	18 111 521	17 364 906	20 235 619	20 907 376
	Celkové náklady	14 811 410	17 190 649	16 675 439	19 712 559	18 917 699

Příloha č. 4: Horizontální analýza aktiv – 1. část

ROZVAHA - AKTIVA									
Změna		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2009/2008	
Aktiva k 31.12. (tis. Kč)		abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)
	AKTIVA CELKEM	**2 316 204**	**14,69**	**643 616**	**3,56**	**2 318 531**	**12,38**	**-3 227 969**	**-15,34**
A.	**POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZK**	**0**	**x**	**0**	**x**	**0**	**x**	**0**	**x**
B.	**DLOUHODOBÝ MAJETEK**	**475 200**	**5,53**	**-44 316**	**-0,49**	**-20 650**	**-0,23**	**-40 386**	**-0,45**
B.I.	**Dlouhodobý nehmotný majetek**	**-22 827**	**-61,93**	**-12 579**	**-89,65**	**-886**	**-61,03**	**-357**	**-63,15**
1.	Software	-16 498	-57,15	-11 717	-94,73	-590	-90,59	-61	-100
2.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	-3 840	-74,68	-501	-38,49	-296	-36,98	-296	-58,67
3.	Nedokončený DNM	-2 476	-87,31	-360	-100	0	x	0	x
4.	Poskytnuté zálohy na DNM	-13	-100	0	x	0	x	0	x
B.II.	**Dlouhodobý hmotný majetek**	**-7 067 958**	**-82,66**	**-31 737**	**-2,14**	**-19 763**	**-1,36**	**-50 710**	**-3,54**
1.	Pozemky	-29 273	-38,26	0	x	0	x	-88	-0,19
2.	Stavby	-6 601 739	-83,97	-28 549	-2,27	14 175	1,15	-34 963	-2,81
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-301 738	-63,66	-8 102	-4,70	-27 188	-16,56	-26 213	-19,14
4.	Jiný DHM	0	x	0	x	0	x	18	3,22
5.	Nedokončený DHM	-53 339	-95,08	-1 236	-44,78	-1 398	-91,79	10 536	8 428,56
6.	Poskytnuté zálohy na DHM	-81 028	-99,95	5 308	12 288,2	-5 352	-100	0	x
7.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-840	x	840	100	0	x	0	x
B.III.	**Dlouhodobý finanční majetek**	**7 565 985**	**x**	**0**	**x**	**0**	**x**	**10 681**	**0,14**
1.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	x	0	x	0	x	0	x
2.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	7 565 985	4 331,31	0	x	0	x	10 681	0,14

Příloha č. 5: Horizontální analýza aktiv – 2. část

ROZVAHA - AKTIVA									
Změna		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2009/2008	
Aktiva k 31.12. (tis. Kč)		abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)
C.	**OBĚŽNÁ AKTIVA**	**2 030 818**	**29,10**	**696 326**	**7,73**	**2 339 740**	**24,10**	**-3 187 865**	**-26,46**
C.I.	**Zásoby**	**2 050**	**70,80**	**842**	**17,02**	**2 368**	**40,92**	**-331**	**-4,06**
1.	Materiál	2 050	70,80	842	17,02	2 368	40,92	-331	-4,06
C.II.	**Dlouhodobé pohledávky**	**24 324**	**x**	**-2 192**	**-9,01**	**48 049**	**217,10**	**-54 308**	**-77,38**
1.	Odložená daňová pohledávka	24 324	x	-2 192	-9,01	48 040	217,06	-54 344	-77,44
2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	x	0	x	9	x	36	400
C.III.	**Krátkodobé pohledávky**	**2 004 344**	**28,73**	**697 962**	**7,77**	**2 289 411**	**23,65**	**-3 133 584**	**-26,18**
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	-27 669	-17,08	-4 755	-3,54	51 460	39,72	-15 023	-8,30
2.	Pohledávky-ovládající a řídící osoba	118 644	x	-118 644	-100	0	x	275 454	x
3.	Stát - daňové pohledávky	139 417	70,83	-235 220	-69,96	92 520	91,58	-132 842	-68,64
4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 648 561	2 449,91	1 146 692	66,83	1 012 281	35,36	-2 464 353	-63,60
5.	Dohadné účty aktivní	121 510	1,85	-90 908	-1,36	1 133 065	17,21	-824 557	-10,69
6.	Jiné krátkodobé pohledávky	3 882	127,16	797	96,12	84	5,17	27 738	1 621,86
C.IV.	**Krátkodobý finanční majetek**	**100**	**16,05**	**-287**	**-39,62**	**-88**	**-20,16**	**357**	**102,39**
1.	Peníze	122	21,56	-251	-36,46	-98	-22,64	-51	-15,14
2.	Účty v bankách	-22	-37,79	-36	-100	10	x	408	3 757,96
D.	**OSTATNÍ AKTIVA – přechodné účty aktiv**	**-189 814**	**-95,09**	**-8 394**	**-85,71**	**-560**	**-39,99**	**283**	**33,63**
D.I.	**Časové rozlišení**	**-189 814**	**-95,09**	**-8 394**	**-85,71**	**-560**	**-36,99**	**283**	**33,63**
1.	Náklady příštích období	-190 134	-95,25	-8 370	-88,35	-608	-55,05	468	94,31
2.	Příjmy příštích období	320	x	-24	-7,57	48	16,22	-185	-53,97

Příloha č. 6: Horizontální analýza pasiv – 1. část

R O Z V A H A - P A S I V A									
Změna		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2009/2008	
Pasiva k 31.12. (tis. Kč)		abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)
	PASIVA CELKEM	**2 316 204**	**14,69**	**643 616**	**3,56**	**2 318 531**	**12,38**	**-3 227 969**	**-15,34**
A.	**VLASTNÍ KAPITÁL**	**368 588**	**5,71**	**-288 977**	**-4,24**	**-165 807**	**-2,54**	**1 439 912**	**22,62**
A.I.	**Základní kapitál**	**0**	**x**	**0**	**x**	**0**	**x**	**0**	**x**
1.	Základní kapitál	0	x	0	x	0	x	0	x
A.II.	**Kapitálové fondy**	**274 398**	**13,60**	**0**	**x**	**0**	**x**	**0**	**x**
1.	Ostatní kapitálové fondy	274 398	13,60	0	x	0	x	0	x
2.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	x	0	x	0	x	0	x
A.III.	**Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku**	**-2 511**	**-0,25**	**-3 388**	**-0,34**	**-8 038**	**-0,80**	**-322**	**-0,03**
1.	Zákonný rezervní fond	0	x	0	x	0	x	0	x
2.	Statutární a ostatní fondy	-2 511	-0,56	-3 388	-0,76	-8 038	-1,82	-322	-0,07
A.IV.	**Hospodářský výsledek minulých let**	**-81 584**	**-17 899**	**-54 184**	**-66,79**	**8 638**	**6,38**	**-26 383**	**-20,83**
1.	Nerozdělený zisk minulých let	-81 584	-17 899	-54 184	-66,79	8 638	6,38	-26 383	-20,83
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	x	0	x	0	x	0	x
A.V.	**VH běžného účetního období (+/-)**	**178 286**	**24,01**	**-231 405**	**-25,13**	**-166 407**	**-24,14**	**1 466 617**	**280,39**

Příloha č. 7: Horizontální analýza pasiv – 2. část

R O Z V A H A - P A S I V A									
Změna		2006/2005		2007/2006		2008/2007		2009/2008	
Pasiva k 31.12. (tis. Kč)		abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)	abs.	rel. (v %)
B.	**CIZÍ ZDROJE**	**1 947 600**	**20,91**	**931 778**	**8,27**	**2 484 571**	**20,38**	**-4 667 295**	**-31,80**
B.I.	**Rezervy**	**-81 257**	**-50,64**	**-37 147**	**-46,90**	**-22 764**	**-54,13**	**207 194**	**1 074,17**
1.	Rezerva na daň z příjmů	33 357	102,82	-32 162	-48,88	-33 637	-100	177 368	x
2.	Ostatní rezervy	-114 614	-89,53	-4 985	-37,20	10 873	129,20	29 825	154,63
B.II.	**Dlouhodobé závazky**	**-187 945**	**-100**	**-2**	**x**	**199**	**1 286,13**	**46 145**	**250 993**
1.	Odložený daňový závazek	-187 945	-100	0	x	0	x	0	x
2.	Jiné dlouhodobé závazky	0	x	-2	x	199	1 286,13	46 145	250 993
B.III.	**Krátkodobé závazky**	**2 216 802**	**24,72**	**968 926**	**8,66**	**2 507 315**	**20,63**	**-4 920 633**	**-33,57**
1.	Závazky z obchodních vztahů	-1 071 985	-66,90	47 924	9,04	20 381	3,52	-27 089	-4,52
2.	Závazky-ovládající a řídící osoba	-241 187	-100	1 038 893	x	20 381	3,52	-1 762 337	-100
3.	Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení	110 881	12 618,5	-110 374	-98,76	90	6,53	-75	-5,11
4.	Závazky k zaměstnancům	-1 068	-4,84	-1 566	-7,46	3 614	18,62	-5 562	-24,15
5.	Závazky ze sociálního zabezpečení zdravotního pojištění	-307	-2,26	-2 132	-16,05	-1 404	-12,59	-414	-4,24
6.	Stát-daňové závazky a dotace	254 706	1 913,85	-264 854	-98,82	242	7,67	17 838	524,21
7.	Krátkodobé přijaté zálohy	1 003 325	14,48	-1 116 123	-14,07	956 257	14,03	49 873	0,64
8.	Dohadné účty pasivní	2 162 308	1 549,71	1 377 147	59,83	601 595	16,35	-3 025 329	-70,68
9.	Jiné krátkodobé závazky	128	6,63	11	0,54	203 095	9 782,79	-167 540	-81,66
B.IV.	**Bankovní úvěry a výpomoci**	**0**	**x**	**0**	**x**	**0**	**x**	**0**	**x**
1.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	x	0	x	0	x	0	x
2.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	x	0	x	0	x	0	x
C.	**OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv**	**16**	**x**	**815**	**5 083,66**	**-234**	**-28,17**	**-586**	**-98,28**
C.I.	**Časové rozlišení**	**16**	**x**	**815**	**5 083,66**	**-234**	**-28,17**	**-586**	**-98,28**
1.	Výdaje příštích období	16	x	815	5 083,66	-234	-28,17	-586	-98,28
2.	Výnosy příštích období	0	x	0	x	0	x	0	x

Příloha č. 8: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát – 1. část

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT								
Změna	**2006/2005**		**2007/2006**		**2008/2007**		**2009/2008**	
Položka	**abs.**	**rel. (v %)**	**abs.**	**rel. (v %)**	**abs.**	**rel. (v %)**	**abs.**	**rel. (v %)**
Tržby za prodej zboží	**-523**	**-99,83**	**-1**	**-100**	**0**	**x**	**0**	**x**
Náklady vynaložené na prodané zboží	-416	-100	0	x	0	x	0	x
OBCHODNÍ MARŽE	**-147**	**-99,35**	**-1**	**-125,24**	**0**	**x**	**0**	**x**
Výkony	**2 595 198**	**16,78**	**-1 260 859**	**-6,98**	**2 647 962**	**15,76**	**-299 166**	**-1,54**
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 595 198	16,78	-1 260 859	-6,98	2 647 962	15,76	-299 166	-1,54
Aktivace	0	x	0	x	0	x	0	x
Výkonová spotřeba	**2 421 097**	**17,99**	**104 951**	**0,66**	**2 976 219**	**18,62**	**-1 121 285**	**-5,91**
Spotřeba materiálu a energie	2 392 028	18,55	-107 179	-0,70	3 233 799	21,30	-4 069 107	-22,10
Služby	29 068	5,16	212 130	35,80	-257 581	-32,01	2 947 822	538,83
PŘIDANÁ HODNOTA	**173 954**	**8,66**	**-1 365 811**	**-62,55**	**-328 257**	**-40,14**	**822 119**	**167,92**
Osobní náklady	**14 023**	**3,36**	**-16 352**	**-3,79**	**-17 029**	**-4,11**	**-6 359**	**-1,60**
Mzdové náklady	9 292	3,10	-10 501	-3,40	-9 707	-3,25	-5 497	-1,90
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	-79	-4,43	-25	-1,47	75	4,45	32	1,81
Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	4 810	4,43	-2 551	-2,25	-11 607	-10,47	-3 662	-3,69
Sociální náklady	0	x	-3 275	-49,86	4 210	127,84	2 768	36,89
Daně a poplatky	10 108	72,69	-12 315	-51,28	-9 425	-80,56	4 556	200,36
Odpisy DNM a DHM	-32 372	-5,91	-412 659	-80,10	-23 547	-22,97	-3 767	-4,77
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-39 448	-62,61	1 367	5,80	-1 090	-4,37	-6 385	-26,79
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-56 304	-71,72	-3 696	-16,65	169	0,92	-3 979	-21,31
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-926	1,89	90 524	181,74	-23 806	-58,47	67 561	399,56
Ostatní provozní výnosy	4 368	34,15	-2 969	-17,31	-4 898	-34,52	517 629	5 571,57
Ostatní provozní náklady	-7 138	-12,00	-29 956	-57,21	5 431	24,24	-9 140	-32,84
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**211 484**	**20,77**	**-982 959**	**-79,95**	**-266 039**	**-107,91**	**1 284 491**	**6 587,96**

Příloha č. 9: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát – 2. část

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT								
Změna	**2006/2005**		**2007/2006**		**2008/2007**		**2009/2008**	
Položka	**abs.**	**rel. (v %)**	**abs.**	**rel. (v %)**	**abs.**	**rel. (v %)**	**abs.**	**rel. (v %)**
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	-4 461	-100	0	x	0	x	0	x
Prodané cenné papíry a podíly	-2 988	-92,80	-232	-100	0	x	0	x
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	x	517 300	x	230 478	44,55	236 398	31,61
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	x	0	x	5	x	187 926	3658146
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	x	0	x	203 169	x	-189 367	-93,21
Výnosové úroky	2 364	60,52	-1 354	-21,60	-1 766	-35,92	12	0,39
Nákladové úroky	5 663	43,55	-4 704	-25,20	38 279	274,17	-17 645	-33,78
Ostatní finanční výnosy	65	54,32	-99	-53,18	22	25,47	35 342	32 412,7
Ostatní finanční náklady	-50	-2,83	81	4,69	259	14,37	180 826	8 774,54
Převod finančních nákladů	0	x	0	x	0	x	0	x
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**-4 656**	**-48,98**	**520 702**	**3 676,60**	**-12 968**	**-2,56**	**485 866**	**98,44**
Daň z příjmů za běžnou činnost	28 542	10,73	-230 853	-78,40	-112 600	-177,01	303 740	620,04
splatná	52 661	34,69	-143 057	-69,96	-62 369	-101,54	201 356	21 258,2
odložená	-24 119	-21,14	-87 795	-97,56	-50 231	-2 291,8	102 384	213,12
VH ZA BĚŽNOU ČINNOST	**178 286**	**24,01**	**-231 405**	**-25,13**	**-166 407**	**-24,14**	**1 466 617**	**280,39**
Výsledek hospodaření za účetní období	**178 286**	**24,01**	**-231 405**	**-25,13**	**-166 407**	**-24,14**	**1 466 617**	**280,39**
Výsledek hospodaření před zdaněním	**206 827**	**20,51**	**-462 257**	**-38,04**	**-278 918**	**-37,04**	**1 770 267**	**373,35**
Celkové výnosy	2 557 525	16,44	-746 615	-4,12	2 870 713	16,53	671 757	3,32
Celkové náklady	2 379 239	16,06	-515 210	-3,00	3 037 120	18,21	-794 860	-4,03

Příloha č. 10: Vertikální analýza aktiv

ROZVAHA - AKTIVA						
Aktiva k 31.12. (tis. Kč)		2005	2006	2007	2008	2009
	AKTIVA CELKEM	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**
A.	**POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL**	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B.	**DLOUHODOBÝ MAJETEK**	**54,46**	**50,12**	**48,16**	**42,75**	**50,27**
B.I.	**Dlouhodobý nehmotný majetek**	**0,23**	**0,08**	**0,01**	**0,00**	**0,00**
1.	Software	0,18	0,07	0,00	0,00	0,00
2.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,03	0,01	0,01	0,00	0,00
3.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
4.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B.II.	**Dlouhodobý hmotný majetek**	**54,23**	**8,20**	**7,75**	**6,80**	**7,75**
1.	Pozemky	0,48	0,26	0,25	0,23	0,27
2.	Stavby	49,87	6,97	6,58	5,92	6,80
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3,01	0,95	0,88	0,65	0,62
4.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,36	0,02	0,01	0,00	0,06
6.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,51	0,00	0,03	0,00	0,00
7,	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B.III.	**Dlouhodobý finanční majetek**	**0,00**	**41,84**	**40,40**	**35,95**	**42,52**
1.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	1,10	0,97	0,93	0,83	0,98
2.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	-1,10	40,87	39,47	35,12	41,54
C.	**OBĚŽNÁ AKTIVA**	**44,27**	**49,83**	**51,83**	**57,24**	**49,72**
C.I.	**Zásoby**	**0,02**	**0,03**	**0,03**	**0,04**	**0,04**
1.	Materiál	0,02	0,03	0,03	0,04	0,04
C.II.	**Dlouhodobé pohledávky**	**0,00**	**0,14**	**0,12**	**0,33**	**0,09**
1.	Odložená daňová pohledávka	0,00	0,14	0,12	0,33	0,09
2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C.III.	**Krátkodobé pohledávky**	**44,25**	**49,66**	**51,68**	**56,87**	**49,59**
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1,03	0,74	0,69	0,86	0,93
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0,00	0,66	0,00	0,00	1,55
3.	Stát - daňové pohledávky	1,25	1,86	0,54	0,92	0,34
4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,43	9,49	15,28	18,41	7,92
5.	Dohadné účty aktivní	41,56	36,91	35,16	36,67	38,68
6.	Jiné pohledávky	-0,02	0,00	0,01	0,01	0,17
C.IV.	**Krátkodobý finanční majetek**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
1.	Peníze	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2.	Účty v bankách	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D.	**OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv**	**1,27**	**0,05**	**0,01**	**0,01**	**0,01**
D.I.	**Časové rozlišení**	**1,27**	**0,05**	**0,01**	**0,01**	**0,01**
1.	Náklady příštích období	1,27	0,05	0,01	0,01	0,01
2.	Příjmy příštích období	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Příloha č. 11: Vertikální analýza pasiv

ROZVAHA-PASIVA						
Pasiva k 31.12. (tis. Kč)		2005	2006	2007	2008	2009
	PASIVA CELKEM	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**
A.	**VLASTNÍ KAPITÁL**	**40,92**	**37,72**	**34,88**	**30,25**	**43,81**
A.I.	**Základní kapitál**	**17,05**	**14,86**	**14,35**	**12,77**	**15,08**
1.	Základní kapitál	17,05	14,86	14,35	12,77	15,08
A.II.	**Kapitálové fondy**	**12,79**	**12,67**	**12,24**	**10,89**	**12,86**
1.	Ostatní kapitálové fondy	12,79	12,67	12,24	10,89	12,86
2.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.III.	**Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku**	**6,37**	**5,54**	**5,33**	**4,71**	**5,56**
1.	Zákonný rezervní fond	3,53	3,08	2,97	2,65	3,13
2.	Statutární a ostatní fondy	2,84	2,46	2,36	2,06	2,43
A.IV.	**Hospodářský výsledek minulých let**	**0,00**	**-0,44**	**-0,72**	**-0,60**	**-0,86**
1.	Nerozdělený zisk minulých let	0,00	-0,44	-0,72	-0,60	-0,86
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.V.	**VH běžného účetního období (+/-)**	**4,71**	**5,09**	**3,68**	**2,48**	**11,17**
B.	**CIZÍ ZDROJE**	**59,08**	**62,28**	**65,12**	**69,75**	**56,19**
B.I.	**Rezervy**	**1,02**	**0,44**	**0,23**	**0,09**	**1,27**
1.	Rezerva na daň z příjmů	0,21	0,36	0,18	0,00	0,99
2.	Ostatní rezervy	0,81	0,08	0,05	0,09	0,28
B.II.	**Dlouhodobé závazky**	**1,19**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,26**
1.	Odložený daňový závazek	1,19	0,00	0,00	0,00	0,00
2.	Jiné dlouhodobé závazky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26
B.III.	**Krátkodobé závazky**	**56,87**	**61,84**	**64,89**	**69,66**	**54,66**
1.	Závazky z obchodních vztahů	10,16	2,93	3,09	2,84	3,21
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	1,53	0,00	5,55	8,37	0,00
3.	Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení	0,01	0,62	0,01	0,01	0,01
4.	Závazky k zaměstnancům	0,14	0,12	0,10	0,11	0,10
5.	Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	0,09	0,07	0,06	0,05	0,05
6.	Stát - daňové závazky a dotace	0,08	1,48	0,02	0,02	0,12
7.	Krátkodobé přijaté zálohy	43,96	43,88	36,41	36,94	43,92
8.	Dohadné účty pasivní	0,89	12,73	19,64	20,34	7,04
9.	Jiné krátkodobé závazky	0,01	0,01	0,01	0,98	0,21
B.IV.	**Bankovní úvěry a výpomoci**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
1.	Krátkodobé bankovní úvěry	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2.	Krátkodobé finanční výpomoci	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C.	**OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
C.I.	**Časové rozlišení**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
1.	Výdaje příštích období	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2.	Výnosy příštích období	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Příloha č. 12: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

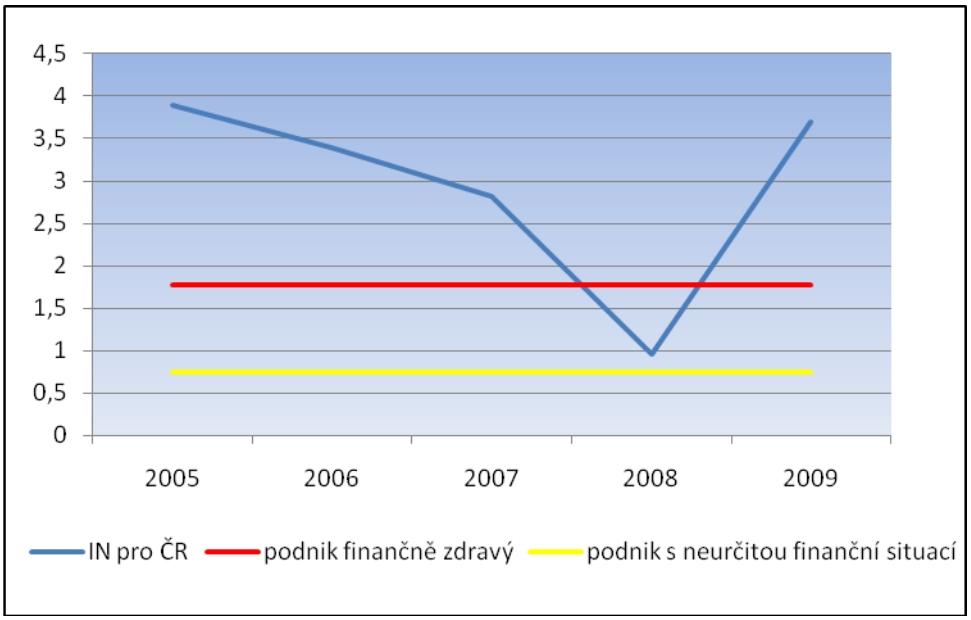
VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT						
	Položka	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
I.	**Tržby za prodej zboží**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+	**OBCHODNÍ MARŽE**	x	x	x	x	x
II.	**Výkony**	**99,45**	**99,74**	**96,77**	**96,12**	**91,61**
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	99,45	99,74	96,77	96,12	91,61
2.	Aktivace	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B.	**Výkonová spotřeba**	**90,87**	**92,38**	**95,86**	**96,19**	**94,31**
1.	Spotřeba materiálu a energie	87,07	88,93	91,04	93,42	75,83
2.	Služby	3,80	3,45	4,82	2,77	18,48
+	**PŘIDANÁ HODNOTA**	x	x	x	x	x
C.	**Osobní náklady**	**2,82**	**2,51**	**2,49**	**2,02**	**2,07**
1.	Mzdové náklady	2,03	1,80	1,79	1,47	1,50
2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
3.	Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	0,73	0,66	0,67	0,50	0,51
4.	Sociální náklady	0,05	0,04	0,02	0,04	0,05
D.	Daně a poplatky	0,09	0,14	0,07	0,01	0,04
E.	Odpisy DNM a DHM	3,70	3,00	0,62	0,40	0,40
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,41	0,13	0,14	0,12	0,08
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,53	0,13	0,11	0,09	0,08
G.	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-0,33	-0,29	0,25	0,09	0,44
IV.	Ostatní provozní výnosy	0,08	0,09	0,08	0,05	2,52
H.	Ostatní provozní náklady	0,40	0,30	0,13	0,14	0,10
*	**PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ**	x	x	x	x	x
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0,00	0,00	2,98	3,70	4,71
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0,00	0,00	0,00	0,00	0,90
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0,00	0,00	0,00	1,03	0,07
X.	Výnosové úroky	0,03	0,04	0,03	0,01	0,01
N.	Nákladové úroky	0,09	0,11	0,08	0,27	0,18
XI.	Ostatní finanční výnosy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17
O.	Ostatní finanční náklady	0,01	0,01	0,01	0,01	0,96
P.	Převod finančních nákladů	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
*	**FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ**	x	x	x	x	x
Q.	**Daň z příjmů za běžnou činnost**	**1,80**	**1,71**	**0,38**	**-0,25**	**1,35**
1.	Splatná	1,03	1,19	0,37	-0,01	1,06
2.	Odložená	0,77	0,52	0,01	-0,24	0,29
**	**VH ZA BĚŽNOU ČINNOST**	x	x	x	x	x
***	**Výsledek hospodaření za účetní období**	x	x	x	x	x
	Výsledek hospodaření před zdaněním	x	x	x	x	x
	Celkové výnosy	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	Celkové náklady	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Příloha č. 13: Predikce finanční tísně podniku

a) Index důvěryhodnosti českého podniku IN_{01}

- $IN_{01} = 0{,}13\ x_1 + 0{,}04\ x_2 + 3{,}92 x_3 + 0{,}21\ x_4 + 0{,}09\ x_5$

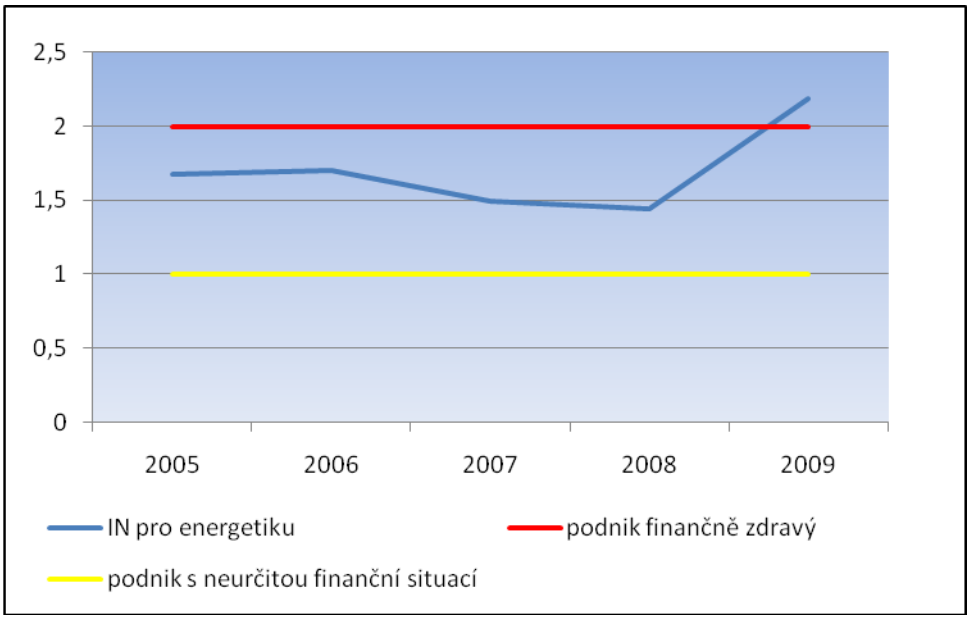
ukazatel		váhy	2005	2006	2007	2008	2009
x_1	*aktiva celkem/cizí zdroje*	0,13	1,693	1,606	1,536	1,434	1,780
x_2	*ZUD/nákladové úroky*	0,04	78,560	66,113	54,938	10,077	65,875
x_3	*ZUD/aktiva celkem*	3,92	0,065	0,068	0,041	0,025	0,128
x_4	*výnosy celkem/aktiva celkem*	0,21	0,986	1,002	0,927	0,962	1,173
x_5	*oběžná aktiva/krát.cizí zdroje*	0,09	0,779	0,806	0,799	0,822	0,910
IN_{01}			**3,89**	**3,40**	**2,82**	**0,96**	**3,69**



b) Index důvěryhodnosti IN_{95} (pro sektor energetiky)

- $IN_{95}(E) = 0{,}15\ x_1 + 0{,}11\ x_2 + 4{,}66\ x_3 + 0{,}94\ x_4 + 0{,}25\ x_5$

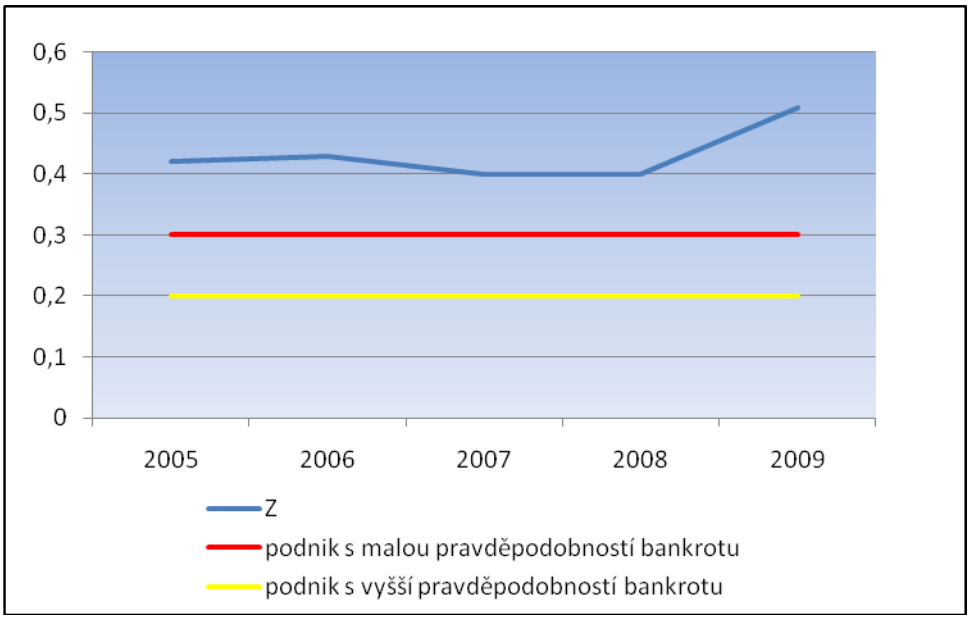
ukazatel		váhy	2005	2006	2007	2008	2009
x_1	*aktiva celkem/cizí zdroje*	0,15	1,693	1,606	1,536	1,434	1,780
x_3	*ZUD/aktiva celkem*	4,66	0,065	0,068	0,041	0,025	0,128
x_4	*výnosy celkem/aktiva celkem*	0,94	0,986	1,002	0,927	0,962	1,173
x_5	*oběžná aktiva/krát.cizí zdroje*	0,25	0,779	0,806	0,799	0,822	0,910
IN_{95} (E)			**1,68**	**1,70**	**1,49**	**1,44**	**2,19**



c) Tafflerův model

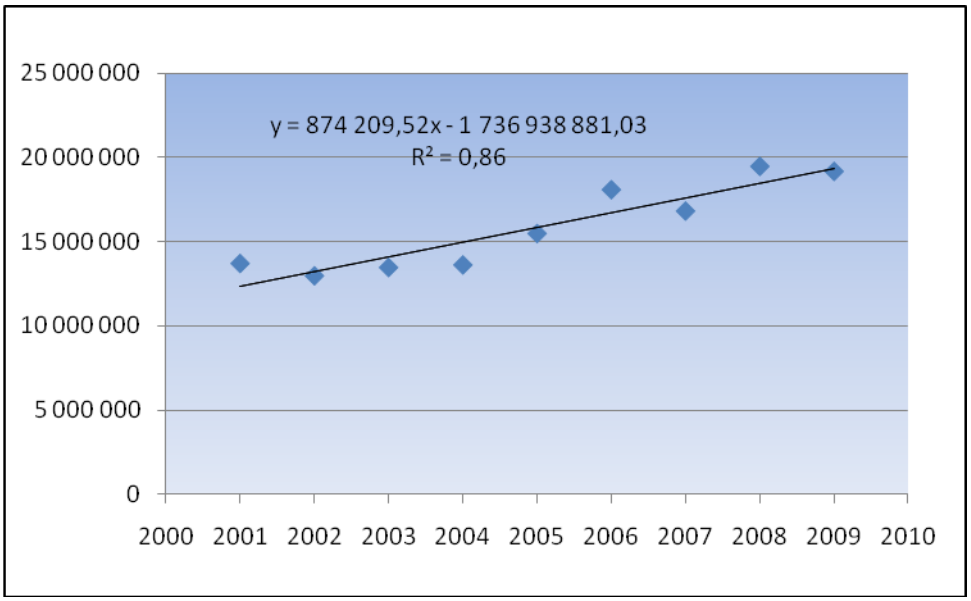
- $Z = 0{,}53\ x_1 + 0{,}13\ x_2 + 0{,}18\ x_3 + 0{,}16\ x_4$

ukazatel		váhy	2005	2006	2007	2008	2009
x_1	*zisk před daní/krát.závazky*	0,53	0,113	0,109	0,061	0,036	0,231
x_2	*oběžná aktiva/závazky*	0,13	0,763	0,806	0,799	0,822	0,905
x_3	*krát.závazky/aktiva celkem*	0,18	0,569	0,618	0,649	0,697	0,547
x_4	*tržby celkem/aktiva celkem*	0,16	0,981	0,999	0,897	0,924	1,075
Z			**0,42**	**0,43**	**0,40**	**0,40**	**0,51**



Příloha č. 14: Analýza a prognóza generátorů hodnoty – tržby

a) prognóza tržeb – extrapolace



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby (v mil. Kč)	15 470	18 064	16 803	19 451	19 152	20 222	21 096	21 971	22 845
Tempo růstu tržeb	x	16,78%	-6,98%	15,76%	-1,54%	5,59%	4,32%	4,14%	3,98%
Průměrné tempo růstu tržeb	5,49%					4,51%			

b) prognóza tržeb – strategická analýza

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby (v mil. Kč)	15 470	18 064	16 803	19 451	19 152	20 788	21 841	22 606	22 977
Tempo růstu tržeb	x	16,78%	-6,98%	15,76%	-1,54%	8,54%	5,07%	3,50%	1,64%
Průměrné tempo růstu tržeb	5,49%					4,39%			

Příloha č. 15: Analýza a prognóza generátorů hodnoty – zisková marže

Podíly z tržeb	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obchodní marže	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Přidaná hodnota	12,99%	12,09%	4,87%	2,52%	6,85%	5,69%	4,67%	3,79%	3,30%
Osobní náklady	2,69%	2,38%	2,47%	2,04%	2,04%	1,85%	1,74%	1,66%	1,61%
Mzdové náklady	1,94%	1,71%	1,78%	1,49%	1,48%	1,35%	1,28%	1,22%	1,19%
Odměny čl. orgánů spol.	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Náklady na SZ a ZP	0,70%	0,63%	0,66%	0,51%	0,49%	0,45%	0,40%	0,38%	0,37%
Sociální náklady	0,04%	0,04%	0,02%	0,04%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Daně a poplatky	0,09%	0,13%	0,07%	0,01%	0,04%	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%
Ostatní provozní položky	0,01%	0,08%	-0,29%	-0,18%	2,21%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Osobní náklady (v tis.	416 941	430 963	414 611	397 582	391 223	385 355	379 574	375 019	370 519
Podíl z tržeb	2,69%	2,38%	2,47%	2,04%	2,04%	1,85%	1,74%	1,66%	1,61%
Roční tempo růstu	x	3,36%	-3,79%	-4,11%	-1,60%	-1,50%	-1,50%	-1,20%	-1,20%
Průměrné tempo růstu	-1,54%					-1,35%			

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Osobní náklady	416 941	430 963	414 611	397 582	391 223	385 355	379 574	375 019	370 519
Mzdové náklady	299 936	309 227	298 726	289 019	283 522	281 114	279 042	275 639	272 760
Odměny čl. orgánů spol.	1 788	1 708	1 683	1 758	1 790	1 800	1 820	1 825	1 832
Náklady na SZ a ZP	108 649	113 459	110 908	99 302	95 640	92 587	88 423	86 692	84 569
Sociální náklady	6 568	6 568	3 293	7 503	10 271	9 854	10 289	10 863	11 358

	2005	2006	2007	2008	2009
Výkonová spotřeba (v tis. Kč)	13 459 596	15 880 692	15 985 643	18 961 862	17 840 577
Podíl z tržeb	87,01%	87,91%	95,13%	97,43%	93,15%
Roční tempo růstu	x	17,99%	0,66%	18,62%	-5,91%
Průměrné tempo růstu	7,30%				

	2010	2011	2012	2013
Výkonová spotřeba (v tis. Kč)	19 605 010	20 822 481	21 703 272	22 148 189
Podíl z tržeb	94,31%	95,33%	96,01%	96,39%
Roční tempo růstu	9,89%	6,21%	4,23%	2,05%
Průměrné tempo růstu	5,60%			

Příloha č. 16: Analýza a prognóza generátorů hodnoty – pracovní kapitál

Doby obratu z tržeb (dny)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zásoby	0,07	0,10	0,12	0,15	0,14	0,14	0,13	0,12	0,11
Pohledávky	165	181	210	224	168	202	179	161	156
Pohledávky z obch. vztahů	3,8	2,7	2,8	3,4	3,2	3,3	3,2	3,1	3,1
Pohledávky ovl. a říd.	x	2,4	x	x	5,3	x	x	5,0	5,0
Stát – daňové pohledávky	4,6	6,8	2,2	3,6	1,2	3,3	3,0	2,5	2
Krát. poskytnuté zálohy	2	35	62	73	27	45	45	45	45
Dohadné účty aktivní	155	135	142	145	131	140	140	140	140
Jiné krát. pohledávky	-0,07	0,02	0,03	0,03	0,56	0,03	0,03	0,03	0,03
Ostatní aktiva	4,70	0,19	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Doby obratu z tržeb (dny)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Krátkodobé závazky	211	226	264	275	186	224	207	183	177
Závazky z obch. vztahů	38	11	12	11	11	11	11	10	10
Závazky ovl. a říd. osoba	6	x	22	33	x	20	15	x	x
Závazky ke společníkům	0,02	2,25	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Závazky k zaměstnancům	0,52	0,42	0,42	0,43	0,33	0,31	0,29	0,26	0,23
Závazky ze SZ a ZP	0,32	0,26	0,24	0,18	0,17	0,16	0,16	0,14	0,14
Stát – daňové závazky	0,3	5,4	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Krát. přijaté zálohy	163	160	148	146	149	145	147	148	149
Dohadné účty pasivní	3	46	80	80	24	50	50	50	50
Jiné krát. závazky	0,04	0,04	0,04	3,85	0,72	0,50	0,50	0,50	0,50
Ostatní pasiva	x	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01

	2005	2006	2007	2008	2009
Pracovní kapitál (v tis. Kč)	-1 786 511	-2 186 648	-2 466 265	-2 682 215	-894 271
Přírůstky pracovního kapitálu	x	-400 137	-279 617	-215 950	1 787 944
Přírůstek celkem	892 240				

	2010	2011	2012	2013
Pracovní kapitál (v tis. Kč)	-1 373 212	-1 514 351	-1 619 514	-1 681 093
Přírůstky pracovního kapitálu	-478 941	-141 139	-105 163	-61 579
Přírůstek celkem	-786 822			

Příloha č. 17: Analýza a prognóza generátorů hodnoty – investice do DM

a) Výpočet koeficientů náročnosti za minulá období

	2005	2006	2007	2008	2009
Nehmotný majetek (v tis. Kč)					
Stav majetku ke konci roku	36 858	14 031	1 452	566	209
Odpisy		11 348	13 396	886	357
Investice netto		-22 827	-12 579	-886	-357
Investice brutto		-11 479	817	0	0
Investiční náročnost			**0**		

	2005	2006	2007	2008	2009
Stavby (v tis. Kč)					
Stav majetku ke konci roku	7 862 102	1 260 362	1 231 814	1 245 988	1 211 026
Odpisy		315 090	43 780	38 810	38 980
Investice netto		-6 601 740	-28 548	14 174	-34 962
Investice brutto		-6 286 650	15 232	52 984	4 018
Investiční náročnost			**6,6 %**		

	2005	2006	2007	2008	2009
Samostatné movité věci (v tis. Kč)					
Stav majetku ke konci roku	473 967	172 230	164 128	136 940	110 727
Odpisy		188 710	45 313	39 246	35 838
Zůstatková cena		22 198	18 502	18 671	14 692
Investice netto		-301 737	-8 102	-27 188	-26 213
Investice brutto		-90 829	55 713	30 729	24 317
Investiční náročnost			**10,1 %**		

b) Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů

		2009	2010	2011	2012	2013
Stavby (v tis. Kč)						
Původní	odpisy	38 980	38 980	38 980	38 980	38 980
	zůstatková hodnota	1 211 026	1 172 046	1 133 066	1 094 086	1 055 106
Nový	pořizovací hodnota		30 536	61 072	91 608	122 144
	odpisy (1/30 z PC)		1 018	2 035	3 053	4 071
	zůstatková hodnota		29 518	59 036	88 554	118 072
Celkem	odpisy	38 980	39 998	41 015	42 033	43 051
	zůstatková hodnota	1 211 026	1 202 582	1 192 102	1 182 640	1 173 178

		2009	2010	2011	2012	2013
Samostatné movité věci (v tis. Kč)						
Původní	odpisy	35 838	35 838	35 838	35 838	3 213
	zůstatková hodnota	110 727	74 889	39 051	3 213	0
Nový	pořizovací hodnota		44 025	88 050	132 075	176 100
	odpisy (1/6 z PC)		7 337	14 675	22 012	29 350
	zůstatková hodnota		36 687	73 375	110 062	146 750
Celkem	odpisy	35 838	43 175	50 513	57 850	32 563
	zůstatková hodnota	110 727	111 576	112 426	113 275	146 750

	2009	2010	2011	2012	2013
Pozemky – zůstatková	47 150	47 150	47 150	47 150	47 150

Příloha č. 18: Finanční plán

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Aktiva celkem	**20 374 662**	**21 218 917**	**21 726 546**	**22 048 085**
Dlouhodobý majetek	**8 937 974**	**8 928 344**	**8 919 731**	**8 943 744**
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	1 361 308	1 351 678	1 343 065	1 367 078
Pozemky	47 150	47 150	47 150	47 150
Stavby	1 202 582	1 192 102	1 182 640	1 173 178
Samostatné movité věci	111 576	112 426	113 275	146 750
Dlouhodobý finanční majetek	7 576 666	7 576 666	7 576 666	7 576 666
Oběžná aktiva	**11 435 549**	**12 289 376**	**12 805 576**	**13 103 082**
Zásoby	7 973	7 779	7 432	6 925
Krátkodobé pohledávky	11 427 076	12 281 097	12 797 644	13 095 657
Krátkodobý finanční majetek	500	500	500	500
Ostatní aktiva	**1 139**	**1 197**	**1 239**	**1 259**

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Pasiva celkem	**20 374 662**	**21 218 917**	**21 726 546**	**22 048 085**
Vlastní kapitál	**5 969 351**	**5 969 351**	**5 969 351**	**5 969 351**
Základní kapitál	2 687 483	2 687 483	2 687 483	2 687 483
Kapitálové fondy	2 291 393	2 291 393	2 291 393	2 291 393
Rezervní fondy	990 475	990 475	990 475	990 475
VH běžného období	1 338 152	1 202 770	1 104 383	1 066 817
Cizí zdroje	**13 066 590**	**14 046 198**	**14 652 193**	**15 011 288**
Rezervy	226 483	226 483	226 483	226 483
Dlouhodobé závazky	30 776	15 389	0	0
Krátkodobé závazky	12 809 331	13 804 326	14 425 710	14 784 805
Ostatní pasiva	**569**	**598**	**619**	**629**

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Výkony	**20 787 892**	**21 841 838**	**22 606 302**	**22 977 046**
Výkonová spotřeba	**19 605 010**	**20 822 481**	**21 703 272**	**22 148 189**
Přidaná hodnota	1 182 882	1 019 357	903 030	828 857
Osobní náklady	385 355	379 574	375 019	370 519
Daně a poplatky	7 276	6 553	6 782	6 893
Odpisy DM	83 173	91 528	99 883	75 614
Provozní HV	**707 078**	**541 702**	**421 346**	**375 831**
Nákladové úroky	39 214	40 976	42 086	42 949
Výnosy z DFM	984 176	984 176	984 176	984 176
Daň 19%	313 887	282 131	259 053	250 241
VH po dani	**1 338 152**	**1 202 770**	**1 104 383**	**1 066 817**

Příloha č. 19: Metodika ERÚ (distribuce plynu)

Zisk

Stejně jako ve II. regulačním období zůstává zachováno nastavení parametru zisku jako součinu míry výnosnosti (MV_{dpi}) a hodnoty regulační báze aktiv (RAB_{dpi}). K výši vypočteného zisku bude přičtena hodnota korekčního faktoru zisku (KF_{dpzi}).

$$Z_{dpi} = RAB_{dpi} \times \frac{MV_{dpi}}{100} + KF_{dpzi}$$

Regulační báze aktiv

Hodnota RAB_{dpi} je tvořena kumulovanou plánovanou roční změnou hodnoty regulační báze aktiv provozovatele distribuční soustavy ΔRAB_{dpt} a korekčním faktorem RAB (KF_{dpRABt}), který zachycuje rozdíl mezi skutečnou a plánovanou změnou zůstatkové hodnoty aktiv provozovatele distribuční soustavy.

$$RAB_{dp0} = k_{dp0} \times ZHA_{dppl2009}$$

$$k_{dp0} = \frac{reg_zisk_{dp2009}}{ZHA_{dppl2009} \times \frac{MV_{dpi}}{100}}$$

$$k_{dp0} \geq 50\%$$

$$k_{dp0} \times ZHA_{dppl2009} < RAB_{dp2009} \rightarrow RAB_{dp0} = RAB_{dp2009}$$

$$k_{dp0} \times ZHA_{dppl2009} > RAB_{dp2009} \rightarrow RAB_{dp0} = k_{dp0_{min}} \times ZHA_{dppl2009}$$

$$RAB_{dpi} = RAB_{dp0} + \sum_{t=l+1}^{l+i} \Delta RAB_{dpt} + \sum_{t=l+3}^{l+i} KF_{dpRABt}$$

$$\Delta RAB_{dpt} = Aktivované_investice_{dpplt} - Odpisy_{dpplt} \times k_{dpplt}$$

$$k_{dpplt} = \frac{RAB_{dpplt-1}}{ZHA_{dpplt-1}} \text{ pro } t=l+i,\ i>1$$

$$k_{dpplt} = \frac{RAB_{dp0}}{ZHA_{dpplt-1}} \text{ pro } t=l+i,\ i=1$$

$$KF_{dpzi} = KF_{dpRABi} \times \frac{MV_{dpi-2}}{100} \times \frac{CPI_{i-2}}{100} \times \frac{CPI_{i-1}}{100} + KF_{dpRABi} \times \frac{MV_{dpi-1}}{100} \times \frac{CPI_{i-1}}{100}$$

$$KF_{dpRABi} = \Delta ZHA_{dpski-2} - \Delta ZHA_{dppli-2}$$

Míra výnosnosti

Míra výnosnosti je stanovena podle metodiky váženého průměru nákladů na kapitál. Pro činnost distribuce plynu byla stanovena ve výši 8,288 %.

Způsob výpočtu je uveden v následujících vzorcích:

$$WACC_{NHBT} = \frac{WACC_{NHAT}}{1-T}$$

$$WACC_{NHAT} = r_e \times \frac{E}{E+D} + r_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

$$r_e = r_f + \beta_L \times ERP$$

$$r_d = r_f + D_p$$

$$\beta_L = \beta_{unL} \times \left[1 + (1-T) \times \frac{D}{E}\right]$$

kde:

$WACC_{NHBT}$	nominální hodnota WACC před zdaněním,
$WACC_{NHAT}$	nominální hodnota WACC po zdanění,
T	efektivní daňová sazba,
D	cizí kapitál,
E	vlastní kapitál,
r_e	náklady vlastního kapitálu,
r_d	náklady cizího kapitálu,
r_f	bezriziková míra výnosu,
ERP	tržní riziková přirážka,
β_L	koeficient beta vážený,
β_{unL}	koeficient beta nevážený,
D_p	dluhová prémie.