

Vysoká škola ekonomická v Praze

Diplomová práce

2016

Petr Novák

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta podnikohospodářská

Studijní obor: Podniková ekonomika a management



Název diplomové práce:

Ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o.

Autor diplomové práce: Bc. Petr Novák

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.

P r o h l á š e n í

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma
„*Ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o.*“
vypracoval samostatně s využitím literatury a informací,
na něž odkazuji.

V Praze dne 2. prosince 2016

Podpis

Název diplomové práce:

Ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o.

Abstrakt:

Cílem diplomové práce na téma „Ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o.“, je stanovení tržní hodnoty konkrétního vybraného podniku k 31. 12. 2014 pro hypotetického investora za předpokladu odprodeje společnosti v budoucnu. První část práce sestává z teoretických východisek oceňování podniku, tj. definování pojmosloví, popis postupu ocenění a metodiky využívané v rámci oceňování podniků a uznávané odbornou veřejností. Aplikace teoretických východisek je pak součástí druhé části této práce. V první řadě je krátce představena samotná společnost a následně provedena finanční a strategická analýza s cílem zhodnocení finančního zdraví a posouzení celkové perspektivy společnosti do budoucna. Informace získané z předchozích analýz jsou pak využity v rámci generátorů hodnoty a sestavení komplexního finančního plánu s následným oceněním. S ohledem na kapitálovou strukturu je pro ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o. zvolena metoda DCF equity.

Klíčová slova:

Diskontované peněžní toky, hodnota podniku, oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, DCF equity, swapové úrokové míry, Tank ONO

Title of the Master's Thesis:

Valuation of the company Tank ONO, s.r.o.

Abstract:

The output of this Master's Thesis on the theme „Valuation of the company Tank ONO, s.r.o.“ is the estimation of market value of company as at the date of December 31, 2014, with the goal of selling off the company to a hypothetical general investor in the future. The theoretical part includes methodology and instruments used for company valuation, eg definition of main terms, explanation of valuation proces and methods, that are recognised as valid by specialised public. Afterwards, the second part (eg practical part) is aimed at applying the methodology in practice. First, the valuated company is shortly introduced and it is followed by financial and strategic analysis in order to evaluate the financial soundness and assess the perspective for company future. The conclusions of the above analysis are used for elaborating the value drivers and complex financial plan, that is followed by valuation of Tank ONO, s.r.o. In light of the company capital structure, there is chosen DCF equity method for final valuation, in this Thesis.

Key words:

Discounted free cash flow, market value, business value, strategic analysis, financial analysis, value drivers, financial plan, DCF equity, interest rate swaps, Tank ONO

P o d ě k o v á n í

Na tomto místě bych velmi rád poděkoval prof. Ing. Jiřímu Strouhalovi, Ph.D.
za vedení mé diplomové práce, cenné rady, připomínky
a veškerý čas, který mi věnoval.

Obsah

ÚVOD.....	10
METODICKÁ ČÁST	12
1 VYMEZENÍ POJMOSLOVÍ.....	12
1.1 VYMEZENÍ POJMU PODNIK – OBCHODNÍ ZÁVOD	12
1.2 HODNOTA PODNIKU A JEJÍ HLADINY	12
1.3 KATEGORIE HODNOTY	13
1.4 JEDNOTLIVÉ KROKY V RÁMCI OCENĚNÍ PODNIKU	15
2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	16
2.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU.....	17
2.1.1 Základní data o trhu	17
2.1.2 Analýza atraktivity trhu	18
2.1.3 Prognóza vývoje relevantního trhu	18
2.2 ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU.....	19
2.2.1 Kvantifikace historického vývoje tržních podílů společnosti	19
2.2.2 Identifikace a analýza vývoje tržních podílů hlavních konkurentů	20
2.2.3 Analýza faktorů konkurenční síly a stanovení vnitřního potenciálu	20
2.3 PROGNOZA TRŽEB PODNIKU	21
3 FINANČNÍ ANALÝZA.....	22
3.1 ANALÝZA ZÁKLADNÍCH ÚČETNÍCH VÝKAZŮ	23
3.1.1 Analýza rozvahy.....	23
3.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty	24
3.1.3 Analýza výkazu peněžních toků	24
3.2 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	24
3.2.1 Ukazatele rentability.....	24
3.2.2 Ukazatele aktivity	25
3.2.3 Ukazatele zadluženosti	25
3.3 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA)	26
3.4 INDEX IN05	27
4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A PROVOZNĚ NEPOTŘEBNÁ	28
4.1 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ (KPVH)	29
5 GENERÁTORY HODNOTY	29
5.1 TRŽBY	30
5.2 PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE (Z KPVH PŘED DANÍ).....	30
5.3 INVESTICE DO PROVOZNĚ NUTNÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU	31
5.4 INVESTICE DO PROVOZNĚ NUTNÉHO DLOUHODOBÉHO MAJETKU	32
6 SESTAVENÍ KOMPLEXNÍHO FINANČNÍHO PLÁNU	33
7 VOLBA METODY OCENĚNÍ	33
8 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ SE ZAMĚŘENÍM NA DCF	34
8.1 OCENĚNÍ METODOU DCF EQUITY	35
8.1.1 Pokračující hodnota (PH).....	36

8.1.2	Diskontní míra (n_{VK})	37
PRAKTICKÁ ČÁST		40
9	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI TANK ONO, S.R.O.	40
9.1	PŘEDMĚT OCENĚNÍ	40
9.2	ÚČEL OCENĚNÍ	40
9.3	DATUM OCENĚNÍ (ROZHODNÉ DATUM)	40
9.4	IDENTIFIKACE SPOLEČNOSTI K DATU OCENĚNÍ	40
9.5	VLASTNICKÁ STRUKTURA SPOLEČNOSTI A MAJETKOVÉ ÚČASTI	41
9.6	HISTORIE A PŘEDMĚT ČINNOSTI SPOLEČNOSTI	41
10	FINANČNÍ ANALÝZA	43
10.1	ANALÝZA ÚČETNÍ POLITIKY	43
10.2	ANALÝZA ÚČETNÍCH VÝKAZŮ	43
10.2.1	Analýza rozvahy	44
10.2.2	Analýza výkazu zisku a ztráty	47
10.2.3	Analýza výkazu peněžních toků	50
10.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	51
10.3.1	Ukazatele rentability	51
10.3.2	Ukazatele aktivity	52
10.3.3	Ukazatele likvidity	53
10.3.4	Ukazatele zadluženosti	55
10.4	EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA) – TEST TVORBY HODNOTY	56
10.5	SYNTETICKÉ UKAZATELE	57
10.5.1	Index IN05	57
10.6	ZHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY	58
11	STRATEGICKÁ ANALÝZA	60
11.1	ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU	60
11.1.1	Charakteristika trhu	60
11.1.2	Kvalitativní vymezení relevantního trhu	61
11.1.3	Kvantitativní vymezení relevantního trhu	62
11.1.4	Analýza atraktivity trhu	64
11.1.5	Hlavní faktory ovlivňující vývoj trhu	67
11.1.6	Prognóza relevantního trhu	72
11.2	ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU	75
11.2.1	Historický vývoj tržního podílu společnosti Tank ONO, s.r.o.	75
11.2.2	Analýza vývoje tržních podílů hlavních konkurentů	76
11.2.3	Analýza faktorů konkurenční síly Společnosti	78
11.2.4	Prognóza tržního podílu	81
11.3	PROGNÓZA TRŽEB	83
11.3.1	Perspektiva Společnosti	83
11.3.2	Prognóza tržeb Společnosti	83
11.3.3	Délka první fáze	84
11.3.4	Zhodnocení strategické analýzy	84
12	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	85
12.1	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NEPOTŘEBNÁ	85
12.2	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	87
12.3	GENERÁTORY HODNOTY	87

12.3.1	Tržby	88
12.3.2	Provozní zisková marže	88
12.3.3	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	95
12.3.4	Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	100
13	FINANČNÍ PLÁN	105
13.1	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	105
13.2	PLÁNOVANÁ ROZVAHA	107
13.3	PLÁNOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ	109
13.4	FINANČNÍ ANALÝZA SESTAVENÉHO FINANČNÍHO PLÁNU	110
13.4.1	Ukazatele rentability	110
13.4.2	Ukazatele aktivity	111
13.4.3	Ukazatele likvidity	111
13.4.4	Ukazatele zadluženosti	111
13.5	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL	112
14	OCENĚNÍ	113
14.1	VYMEZENÍ VOLNÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ PRO VLASTNÍKY (FCFE)	113
14.2	STANOVENÍ SYMETRICKÉ DISKONTNÍ MÍRY	114
14.2.1	Náklady vlastního kapitálu	114
14.3	POKRAČUJÍCÍ HODNOTA	118
14.4	VÝSLEDNÉ OCENĚNÍ	120
14.4.1	Sladění kapitálové struktury pomocí iteračního postupu	121
	ZÁVĚR	123
	LITERATURA	125
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	125
	SEZNAM INTERNETOVÝCH ZDROJŮ	125
	SEZNAM GRAFŮ	128
	SEZNAM TABULEK	129
	SEZNAM PŘÍLOH	131
	PŘÍLOHY	132

Úvod

Téma této diplomové práce, tj. stanovení tržní hodnoty společnosti Tank ONO, s.r.o., bylo vybráno s ohledem na autorovo absolvování vedlejší specializace Oceňování podniku a jeho majetku při katedře financí a oceňování podniku Fakulty financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze. Vedlejší specializaci a samotnou ekonomickou disciplínu pak autor považoval za logické a komplexní pokračování svého zaměření na podnikovou ekonomiku a finanční analýzy v rámci bakalářského studia, podpořené zájmem autora o finanční trhy. Podnětem k napsání této diplomové práce byla rovněž preciznost, ochota, vysoká odbornost a úzké propojení s praxí veškerých akademických pracovníků působících při výše uvedené vedlejší specializaci, potažmo na Institutu oceňování majetku VŠE.

Cílem práce je nalezení tržní hodnoty 100% obchodního podílu ve společnosti Tank ONO, s.r.o. k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014 přeo potřeby hypotetického investora za předpokladu odprodeje oceňovaného podniku v budoucnu. Ocenění bude provedeno na základě veřejně dostupných dat z výročních zpráv a účetních závěrek oceňované společnosti, informací z médií (zejména internet a tiskoviny), a odborných elektronických databází dostupných při Vysoké škole ekonomické v Praze.

Společnost Tank ONO, s.r.o., spadající dle primárního CZ-NACE Rev 2. do odvětví Maloobchodu s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách, byla vybrána pro ocenění hned z několika následujících důvodů. V první řadě jde o společnost působící v kontroverzním a po analytické stránce velmi zevrubně sledovaném a zpracovaném odvětví, disponujícím téměř neomezenou zákaznickou základnou. Druhým a neméně důležitým podnětem pak byla značná kontroverze oceňovaného podniku v souvislosti se svou cenovou politikou nejnižších prodejních cen pohonných hmot a maziv v regionech, kdy se jedná o největší síť diskontních čerpacích stanic v tuzemsku s jednoznačně největší výtočí pohonných hmot v přepočtu na jednu čerpací stanici v České republice.

Struktura této diplomové práce bude členit vybrané téma do dvou základních částí, tj. na část metodickou a část praktickou. První z uvedených si klade za cíl obsáhnout po teoretické stránce metodiku ocenění jako celek, jejíž informativní základna bude sloužit autorovi jako stěžejní a výchozí teoretický bod pro tržní ocenění vybraného podniku a zároveň bude plně korespondovat s praktickou částí této práce. Samotná praktická část se pak ve svém úvodu nejprve detailněji zaobírá vymezením předmětu a účelu ocenění, včetně uvedení rozhodného data a základních charakteristik oceňovaného podniku. Po vymezení těchto základních charakteristik bude provedena finanční analýza za účelem posouzení finančního zdraví podniku a jeho dlouhodobé perspektivy do budoucna, vytvoření podkladu pro finanční plán a identifikaci dílčích rizik. To vše prostřednictvím analýzy absolutních a poměrových ukazatelů za použití paralelní ukazatelové soustavy hodnotící základní oblasti ekonomiky podniku izolovaně bez vzájemných kauzálních vazeb. V důsledku toho bude hodnocení finančního zdraví podniku doplněno o syntetické ukazatele a kvantifikaci ekonomické přidané hodnoty. Pro zvýšení relevance výstupů budou veškeré hodnoty rovněž komentovány ve vztahu k hlavním konkurentům v odvětví.

Dále bude provedena strategická analýza, jejíž primárním výstupem bude zdůvodněná prognóza tržeb oceňovaného podniku a posouzení jeho dlouhodobé perspektivy z pohledu relevantního trhu a konkurenční síly. Sekundárním cílem strategické analýzy je pak doplnění rizik z této analýzy vyplývajících. Samotná analýza pak bude členěna na analýzu vnější, jejímž výsledkem bude vyhodnocení šancí a rizik relevantního trhu a analýzu vnitřní, kde bude výsledkem analýza konkurenční pozice, tj schopnost podniku využívat šance a rizika relevantního trhu. Výstupy obou provedených analýz pak umožňují sestavit analýzu a prognózu generátorů hodnoty, na což bude navazovat sestavení komplexního a patřičně zdůvodněného finančního plánu pro období predikované první fáze.

Výsledné ocenění podniku pak bude provedeno prostřednictvím výnosové metody založené na diskontovaných volných peněžních tocích (DCF) v podobě dvoufázového modelu, přičemž konkrétní metodika výpočtu resp. modifikace metody DCF bude závislá na charakteru a kapitálové struktuře oceňované společnosti Tank ONO, s.r.o.

Metodická část

1 Vymezení pojmosloví

V první řadě je třeba formulovat základní východiska a pojmosloví týkající se problematiky oceňování podniků takovým způsobem, aby nedošlo k mystifikaci čtenáře a špatnému pochopení použité metodiky a rámcových závěrů této práce.

1.1 Vymezení pojmu podnik – obchodní závod

Z právního hlediska je pro oceňovatele důležitá definice platná od 1. 1. 2014 v Zákoně č. 89/2012 Sb., tj. Občanský zákoník (nový). Tento zákon změnil pojem podnik na obchodní závod, jehož definice je uvedena v § 502 zákona č. 89/2012 Sb. následovně:

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

Nový občanský zákoník dále definuje majetek (dříve obchodní majetek) a jmění (dříve obchodní jmění) jako:

„Souhrn všeho co osobě patří, tvoří její majetek. Jmění osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejích dluhů“

Z ekonomického hlediska, tj. při samotném ocenění je nutné na podnik pohlížet nikoli jako na soubor jednotlivých druhů majetku, ale zejména jako na funkční celek, jehož smyslem je dosáhnout zisku. Tato problematika pak podává základ samotnému výnosovému přístupu k ocenění podniků jakožto základnímu přístupu, jehož metodika explicitně vychází z budoucích užitků, které podnik přináší. Jako ekonomicky nejsprávnější se pak jeví pojetí podniku vydané institutem německých auditorů (IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer) v rámci standardu IDW S1, kde se podnikem rozumí:

„účelná kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejichž smyslem je nahospodařit zisk“

S ohledem na zažitý a běžně používaný výraz podnik resp. společnost, bude pro účely této práce využíváno toto označení jako synonymum právně korektního výrazu obchodní závod, který byl do legislativy vnesen 1. 1. 2014 a dosud není příliš používán.

1.2 Hodnota podniku a její hladiny

Samotné vymezení pojmu hodnota společnosti není zcela jednoznačné, neboť se nejedná o objektivní vlastnost podniku jako např. vynaložené náklady či historicky dosažené výnosy. Ekonomické pojetí hodnoty vychází z očekávání, v korporátní analogii tedy z očekávání užitku, který lze v souvislosti s držením daného podniku v budoucnu očekávat. Pro účely oceňování je přitom třeba uvažovat pouze užitek finanční vyjádřitelný v penězích.

Hodnota podniku v ekonomickém pojetí je pak přímo determinována očekávanými budoucími příjmy (užitky), metodicky transformovanými na současnou hodnotu k datu ocenění pomocí diskontování.¹ Je tedy zřejmé, že hodnota podniku není určována historickými fakty, nýbrž zdůvodněným odhadem budoucnosti.

V běžné praxi bývá často zaměňován pojem hodnota a cena, přičemž tyto dva pojmy mohou, ale také nemusí mít vzájemný vztah. Cena je přitom definována jako požadovaná, nabízená nebo zaplacená částka za zboží či službu, tj. určitá skutečnost, kterou lze přesně zjistit. Hodnota pak není skutečnost, ale pouze ekonomický odhad pravděpodobné ceny, na které by s největší pravděpodobností došlo k dohodě mezi kupujícími a prodávajícími.

V základním členění pak lze hodnotu podniku rozdělit na úroveň brutto a úroveň netto dle hladiny, na které se daný podnik oceňuje. Brutto hodnota agreguje hodnotu pro vlastníky a věřitele, tj. hodnotu podniku jako celku (entity) bez ohledu na kapitálovou strukturu. Netto hodnota naopak uvádí hodnotu pouze pro vlastníky, tj. přeceněnou hodnotu vlastního kapitálu. Je však třeba upozornit, že vymezení vlastního kapitálu pro potřeby ocenění nemusí souhlasit s jeho účetním pojetím.²

1.3 Kategorie hodnoty

Hodnotu je dále nutné posuzovat z hlediska její hledané kategorie, tj. určitého standardu hodnoty vycházejícího z předmětu a účelu ocenění. Jedná se tedy o problematiku toho, z pohledu jakého kupujícího daný podnik oceňujeme. V návaznosti na vybranou kategorii hodnoty je pak nutné v rámci ocenění použít právě takové informace, které přímo korespondují se subjektem, z jehož pohledu valuaci společnosti provádíme. V současné době jsou praxí i odbornou literaturou využívány především 4 základní níže uvedené standardy hodnoty.

Tržní hodnota je kategorií hodnoty zohledňující pohled „průměrného“ investora, tj. je odpovědí na otázku, kolik je za podnik ochoten zaplatit běžný kupující na dobře fungujícím trhu. Mezinárodní oceňovací standardy, konkrétně pak Standard 1 IVS 2005 a IVS 2011 definují tržní hodnotu následovně:³ „*odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“. Mimo výše uvedené je třeba dále předpokládat volný a plně konkurenční trh, nejvyšší a nejlepší možné využití podniku, specifika jednotlivých trhů a využití takových metod a postupů, které plně odrážejí myšlenkové postupy zájemců na příslušném trhu. Z hlediska čistě ekonomické metodologie se pak jedná o odhad rovnovážné ceny vyrovnávající nabídku a poptávku na trhu.⁴

¹ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 20.

² Tamtéž, s. 16.

³ International Valuation Standards, 2005, str. 82-83, International Valuation Standards, 2011, str. 12.

⁴ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 22-26.

Subjektivní (investiční) hodnota je naopak netržní kategorie zohledňující pohled nikoli „průměrného“ hypotetického kupujícího, nýbrž konkrétního účastníka dané transakce. Jedná se tedy o odpověď na otázku, jakou má daný podnik hodnotu z pohledu konkrétního investora. Na základě Mezinárodních oceňovacích standardů je pak definice následující:⁵ „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle*“. Při valuaci konkrétního podniku je pak vycházet z informací poskytnutých managementem oceňovaného podniku, případně konkrétním investorem, z jehož pohledu je ocenění prováděno. Informace na bázi průměrného kupujícího (tržní hodnota) by v tomto případě neměly svůj relevantní základ a účel ocenění pro konkrétního investora by nebyl naplněn, neboť by nereflektoval subjektivní názory, představy a podmínky konkrétního subjektu.⁶

Objektivizovaná hodnota je zástupce další netržní kategorie hodnoty, snažící se o kvantifikaci určité „nesporné“, přezkoumatelné a maximálně objektivní hodnoty podniku, odpovídající na otázku, jakou hodnotu je možné považovat za obecně přijatelnou. Koncept objektivizované hodnoty vychází z německých oceňovacích standardů, snažících se o maximální transparentnost a nalezení určité „objektivní“ hodnoty podniku prostřednictvím tržních dat a celé řady typizací a uzancí zvyšujících přezkoumatelnost vypočtené hodnoty. Německé oceňovací standardy definují objektivizovanou hodnotu následujícím způsobem:⁷ „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezené podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“. Je však třeba upozornit, že objektivizovaná hodnota není hodnotou tržní, ačkoli je postavena na tržních datech, neboť implicitně předpokládá zachování současného podnikového konceptu a pracuje s řadou doporučení a uzancí.⁸

Kolínská škola jakožto poslední zde uváděná kategorie hodnoty pak není považována za samostatný standard hodnoty, ale spíše o jakýsi komplexní přístup využívající syntézu všech výše uvedených pohledů na kategorii hodnoty. Východiskem jsou přitom hraniční hodnoty podniku, kde na jedné straně je subjektivní (investiční) hodnota konkrétního kupujícího a na straně druhé subjektivní (investiční) hodnota pro konkrétního prodávajícího. Takto vymezený interval pak představuje určité relevantní rozpětí, ve kterém by se hledaná hodnota měla reálně pohybovat, přičemž je třeba subjektivně zohlednit hodnotové pohledy a sílu kupujícího a prodávajícího, tj. zúčastněných stran. Výsledkem je tzv. rozhodčí hodnota.

⁵ International Valuation Standards 2005, str. 94. International Valuation Standards 2011, str. 12.

⁶ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 26-27.

⁷ Institut der Wirtschaftsprüfer – standard IDW S1

⁸ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 27-30.

Celý postup pro stanovení výsledné rozhodčí hodnoty je pak systematicky rozdělen do jednotlivých obecných funkcí, tvořících základ tohoto přístupu k hodnotě.⁹

- I. Funkce poradenská (stanovení subjektivních hraničních hodnot)
- II. Funkce rozhodčí (stanovení výsledné hodnoty relevantní hraničním hodnotám)
- III. Funkce argumentační (argumenty pro zlepšení pozice zúčastněných stran)
- IV. Funkce komunikační (ocenění pro potřeby komunikace se stakeholdery)
- V. Funkce daňová (ocenění pro daňové účely)

1.4 Jednotlivé kroky v rámci ocenění podniku

Odborná literatura doporučuje obecný postup při ocenění, bez ohledu na podmínky konkrétního ocenění, shrnout do čtyř základních fází:¹⁰

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
 - a) Strategická analýza
 - b) Finanční analýza – posouzení finančního zdraví oceňované společnosti
 - c) Rozdělení aktiv na provozně nutná a provozně nepotřebná
 - d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
- 3) Sestavení finančního plánu
- 4) Ocenění

Je třeba brát v potaz rozdílnou hloubku, váhu a podobu jednotlivých fází dle konkrétního ocenění, kdy za určitých podmínek je možné tento doporučený postup značným způsobem modifikovat, některé kroky dokonce i zcela vypustit. Modifikace a výsledná podoba postupu při ocenění podniku je tak determinována účelem ocenění, kategorií hledané hodnoty, ale především volbou konkrétní metodiky ocenění.

Prvním a zcela nezbytným krokem k ocenění podniku je sběr vstupních dat, jejichž původ a struktura je určována jednak podnětem k ocenění, jednak hledanou kategorií hodnoty. V první řadě se jedná o data charakterizující konkrétní podnik (základní identifikační údaje, vlastnická struktura a majetkové účasti, předmět podnikání aj.). Dále jsou pro ocenění nezbytná ekonomická data jako např. účetní závěrky, výroční zprávy, business plány, daňové přiznání atd. Pro posouzení tržní pozice a dlouhodobé perspektivy podniku jsou dále potřebná data o relevantním trhu včetně odpovídající konkurenční struktury (vymezení trhu, segmentace, faktory atraktivity a vývoje trhu, hlavní konkurenti, substituční výrobky, bariéry vstupu do odvětví aj.). Mezi další informační okruhy je pak vhodné zařadit zejména informace z oblasti odbytu a marketingu, výroby, odběratelsko-dodavatelských vztahů a pracovníků.

Ostatním jednotlivým fázím ocenění jsou věnovány následující samostatné kapitoly.

⁹ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 30-32.

¹⁰ Tamtéž, s. 53.

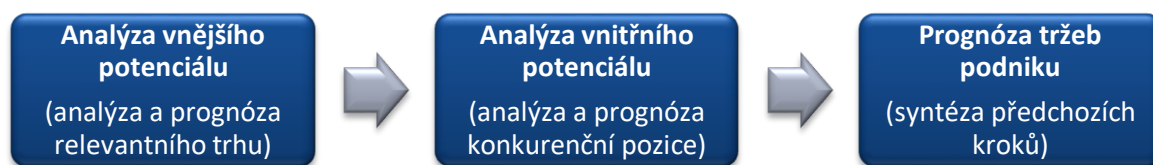
2 Strategická analýza

Jádrem celého procesu ocenění je právě strategická analýza, jejíž závěry jsou pro volbu navazujících parametrů ocenění stěžejní. Základní funkci této analýzy je pak možné definovat jako vymezení celkového výnosového potenciálu společnosti v rozdělení na analýzu vnějšího potenciálu (šance a rizika relevantního trhu) a analýzu vnitřního potenciálu (schopnost podniku využít šance a eliminovat rizika v odvětví). Výstupem celého snažení by pak měly být odpovědi na následující otázky:¹¹

- 1) „*Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?*“
- 2) „*Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s perspektivou podniku očekávat?*“
- 3) „*Jaká rizika jsou s podnikem spojena?*“

První otázka řeší problematiku dlouhodobé perspektivy podniku, tj. patřičně zdůvodněné schopnosti jeho dlouhodobé existence a ne/splnění principu going-concern. V praxi tak může nastat celá řada závěrů ohledně dlouhodobé perspektivy, přičemž nejjednodušší členění je možné vyjádřit takto: **Zdravý podnik** – splněn going-concern, **Slabší podnik s riziky** – splněn going-concern a zvýšená rizika promítnuta skrz diskontní míru, **Nemocný podnik s omezenou životností** – nesplněn going-concern, ale podnik není nutné likvidovat okamžitě, **Silně ohrožený podnik** – nesplněn going-concern a nutno ocenit nejčastěji metodou likvidační hodnoty. Závěrečný výrok ohledně perspektivnosti společnosti pak přímo ovlivňuje volbu použité metody ocenění.

Druhá otázka pak navazuje na závěry ohledně perspektivnosti, kdy v případě zdravého a slabšího podniku je nutné provést detailní strategickou analýzu a dlouhodobou prognózu tržeb oceňovaného podniku. V případě nemocného podniku by měla být strategická analýza rovněž velmi zevrubná, přičemž prognóza tržeb postačí pouze na určité omezené období. Silně ohrožený podnik pak nepředpokládá pokračující existenci a provedená prognóza tržeb je tak v tomto případě irelevantní. Zodpovězení třetí otázky, tj. identifikace rizik, kterými oceňovaný podnik disponuje, je do určité míry výsledkem již prvních dvou předcházejících otázek a rizika z nich tak vyplývají. Je však třeba upozornit, že identifikace rizik je komplexním problémem obsaženým v celém procesu ocenění, tj. rizika podniku vyplývají nejen z analýzy strategické, ale rovněž z analýzy finanční, analýzy generátorů hodnoty a sestavení komplexního finančního plánu. Celkovou reconciliaci rizik je tak vhodné provést až bezprostředně před vlastním oceněním. Následující diagram zobrazuje možný postup strategické analýzy ve 3 krocích:¹²



¹¹ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 57.

¹² Tamtéž, s. 58.

2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Aby bylo možné provést příslušné analýzy a prognózy trhu, ve kterém podnik působí, je v první řadě nutné co možná nejdetailněji a nejpřesněji relevantní trh „kvalitativně“ vymezit, což představuje v rámci strategické analýzy jako celku určitý výchozí bod. Odborná literatura pak uvádí hned několik pomocných hledisek, z jejichž pohledu by měl být relevantní trh vymezen co možná nejkomplexněji:¹³

- Věcné hledisko – vymezení prodávaných produktů společnosti
- Geografické hledisko – region, tuzemský trh, evropský trh, celosvětový trh aj.
- Zákaznické hledisko – struktura zákazníků a jejich identifikace
- Konkurenční hledisko – množství a struktura konkurentů, hrozba substitutů aj.

Již problematika samotného vymezení relevantního trhu není jednoduchá, poněvadž není vždy jisté, jakou „šíři“ daného hlediska zvolit a jak moc specificky daný trh vymezit. Příliš obecné vymezení trhu může způsobit irelevantnost dat použitých pro ocenění, čímž dojde ke značnému zkreslení celkové valuace podniku. Na druhé straně pro příliš specificky vymezený trh často není k dispozici dostatek relevantních dat potřebných pro prognózu jeho dalšího vývoje. Konečně vymezení by tak mělo být výsledkem určitého kompromisu mezi oběma výše uvedenými „krajními“ případy, kdy bude relevantní trh vymezen co možná nejspecifičtěji, avšak pouze natolik, aby byla k dispozici dostatečná informační základna pro posouzení jeho atraktivity a prognózu vývoje do budoucna.

2.1.1 Základní data o trhu

V první řadě je nutné odhadnout **velikost relevantního trhu** a to jak v hmotných, tak v peněžních jednotkách. Pro tyto potřeby je možné využít celé řady postupů, kdy je možné se na celý problém dívat jak ze strany dodavatelů (oceňovaný podnik), tak ze strany odběratelů (zákazník), avšak poptávkový pohled by měl být upřednostňován. Metodicky je tak možné vycházet jednak ze **statistik o agregované spotřebě** daného produktu (k dispozici zejména pro spotřební zboží) na relevantním trhu, jednak ze **statistik o agregovaných prodejkách** daného produktu na relevantním trhu, volně dostupných především z ČSÚ, MPO a specializovaných oborových svazů, asociací a sdružení. V případě využití dat ze strany nabídky (oceňovaného podniku) je však nutno registrovat vliv čistého exportu v případě, kdy se na relevantním trhu ve větší míře obchoduje se zahraničím. Určitou alternativní možností kvantitativního vymezení relevantního trhu pak skýtá **prostá sumace prodejů** (fyzické a peněžní jednotky) nejvýznamnějších konkurentů v daném odvětví. Toho je však možné využít pouze v případě, kdy relevantní trh ovládá pouze několik velkých společností a nedošlo by tak k příliš velkému zkreslení.

Při kvantifikaci relevantního trhu v hmotných a peněžních jednotkách je třeba mít na paměti, že relevantní informace poskytne pouze **dostatečně dlouhá časová řada**, ze které bude možné zjistit základní vývojové trendy daného trhu v minulosti a vytvořit tak určité

¹³ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 59.

východisko pro zdůvodněnou prognózu do budoucnosti. Vývojové tendence konkrétního segmentu, ve kterém společnost působí, však nemusí vždy odpovídat agregovanější úrovni relevantního trhu, což klade požadavek na jeho segmentaci, tj. na co nejspecifičtější kvantitativní vymezení trhu, na kterém oceňovaný podnik působí.¹⁴

2.1.2 Analýza atraktivity trhu

Pro potřeby detailnějšího kvalitativního poznání relevantního trhu, jež bude mít přímý dopad jednak na zdůvodněnou prognózu relevantního trhu, jednak na promítnutí rizik do použité diskontní míry, je vhodné provést komplexní zhodnocení tohoto trhu prostřednictvím analýzy jeho atraktivity.

Odborná literatura doporučuje hodnotit zejména faktory týkající se poptávky a možností prodeje, přičemž pro komplexní zhodnocení je možné použít následující kritéria:¹⁵

- **Růst trhu** – dynamičtější růst trhu na jedné straně zvyšuje jeho atraktivitu prostřednictvím většího množství příležitostí podnikového růstu, na straně druhé však zvyšuje investiční náročnost a umocňuje rizika trhu.
- **Velikost trhu** – zde obecně platí, že větší trh je považován za atraktivnější.
- **Intenzita přímé konkurence** – intenzivnější konkurence „tlačí“ na minimalizaci tvorby ekonomické přidané hodnoty, tj. na vyrovnaní rentability a nákladů kapitálu, což snižuje atraktivitu trhu.
- **Průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu** – vyšší bariéry vstupu do odvětví a nízké množství substituční výrobků pomáhá udržovat rentabilitu na relevantním trhu v dostatečných hodnotách a tím zvyšovat jeho atraktivitu.
- **Citlivost trhu na konjunkturu** – čím výrazněji relevantní trh reaguje procyklicky, tím roste jeho rizikovost a snižuje se atraktivita.
- **Struktura a charakter zákazníků** – větší množství zákazníků a menší cenová elasticita snižují rizikovost trhu a zvyšují jeho atraktivitu.

2.1.3 Prognóza vývoje relevantního trhu

Primárním výstupem analýzy vnějšího potenciálu je zdůvodněná predikce vývoje relevantního trhu do budoucna. Sestavení a zdůvodnění této predikce je v první řadě závislé na druhu použité informační základny, což příčině souvisí s kategorií hledané hodnoty. **Subjektivní (investiční) ocenění** tak bude vycházet primárně z poskytnutých business plánů od managementu podniku či investora, **objektivizované ocenění** naopak ze současného stavu při zohlednění dlouhodobých a prokazatelných tendencích vývoje.¹⁶

V případě **hledání tržní hodnoty** je pak prognóza relevantního trhu stanovena za pomoci oficiálních a trhem přezkoumatelných faktorů, majících na vývoj relevantního trhu prokazatelný příčinný vliv patrný z minulosti. Tyto faktory je pak možné rozdělit na faktory

¹⁴ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 61.

¹⁵ Tamtéž, s. 63-64.

¹⁶ Tamtéž, s. 68.

obecné (HDP, inflace, mzdy, počet obyvatel aj.) působící na hospodářství jako celek a faktory specifické pro konkrétní relevantní trh (technický vývoj, módní trendy, spotřební zvyklosti atd.). Samotný příčinný vztah však pro predikci trhu není dostačující, poněvadž je potřeba, aby tyto faktory byly odbornou veřejností samy o sobě predikovány a to buď po kvantitativní či kvalitativní stránce. Teprve pak je možné vývoj těchto faktorů „zavěsit“ na vývoj relevantního trhu a vytvořit tak jeho zdůvodněnou predikci.

Z metodického hlediska pak existuje celá řada postupů a jejich modifikací, jak vlastní prognózu relevantního trhu sestavit, avšak odborná literatura doporučuje se zabývat minimálně následující metodikou:¹⁷

- **Analýza časových řad a jejich extrapolace** – např. využití lineární funkce: $Tržby_{trh} = a(konstanta) + b(konstanta) * t(rok)$. Pro extrapolaci je samozřejmě možné využít i jiných funkcí než lineárních.
- **Využití jednoduché a vícenásobné regresní analýzy** – např. lineární funkce: $Tržby_{trh} = a(konst.) + b(konst.) * HDP + c(konst.) * inflace$. Stejně jako v předchozím případě je možné využít i jinou než lineární regresi.
- **Odhady budoucího vývoje na základě komparace se zahraničím**
- **Odborný (expertní) odhad** – v případě příliš nízké významnosti statistického aparátu je možné využít zdůvodněný a přiměřený expertní odhad závislý především na specifických faktorech trhu.

Po sestavené a patřičně zdůvodněné predikci vývoje relevantního trhu je třeba matematicky analyzovat tempa růstu v jednotlivých letech prognózy. Tato tempa růstu relevantní trhu pak společně s predikovaným tempem růstu tržního podílu (viz následující kapitola) tvoří výsledné tempo růstu resp. index růstu tržeb oceňovaného podniku v jednotlivých letech plánu.

2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Druhým parametrem nezbytným pro odhad prognózovaných tržeb oceňovaného podniku je predikce jeho tržního podílu na „korunově“ vyjádřené velikosti relevantního trhu v predikovaném období, jež je výstupem analýzy vnějšího potenciálu (viz kap. 2.1). Celou analýzu vnitřního potenciálu je pak možné shrnout do 4 návazných kroků, jejichž detailnější popis je předmětem navazujících subkapitol.

2.2.1 Kvantifikace historického vývoje tržních podílů společnosti

V první řadě je třeba kvantifikovat tržní podíl oceňovaného podniku k datu ocenění a to jak v jednotkách fyzických, tak v „peněžním“ vyjádření. Dále je vhodné kvantifikovat tržní podíly rovněž za určitou historickou časovou řadu, čímž budou odhaleny vývojové trendy v čase.¹⁸ Po metodické stránce je relativní tržní podíl oceňované společnosti vyčíslen jako poměr tržeb podniku v daném roce k velikosti relevantního trhu v „korunovém“ vyjádření.

¹⁷ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 69.

¹⁸ Tamtéž, s. 75.

2.2.2 Identifikace a analýza vývoje tržních podílů hlavních konkurentů

Navazujícím krokem analýzy vnitřního potenciálu je nutnost identifikovat několik hlavních konkurentů oceňovaného podniku a vyčíslit jejich tržní podíly v rámci takové historické časové řady a takové metodiky, která byla použita pro analýzu tržního podílu v kap. 2.2.1. Provedené časové srovnání je dále vhodné doplnit srovnáním prostorovým, tj. porovnání vypočtených tržních podílů v relaci k jednotlivým konkurentům. Mimo rozbor tržních podílů je rovněž třeba doplnit analýzu konkurenční síly o kvalitativní data za nejvýznamnější konkurenty, jež přímo ovlivňují tržní podíl a determinují tak pozici podniku.¹⁹

2.2.3 Analýza faktorů konkurenční síly a stanovení vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu jako taková si klade dva základní cíle, jejichž dosažení je bezprostředně nutné nejen k odhadu predikovaného tržního podílu, nýbrž i k výslednému posouzení perspektivnosti podniku včetně veškerých rizik, které je nutné promítnout v rámci kvantifikace diskontní míry. **Prvním cílem** je posouzení schopnosti podniku využívat šance a rizika vyplývající z rozvoje trhu včetně schopnosti čelit hrozbám s trhem souvisejících. **Druhý cíl** pak řeší odpověď na otázku, v jaké konkurenční pozici se oceňovaný podnik nachází.²⁰

V souvislosti s posouzením konkurenční síly a perspektivnosti oceňovaného podniku je třeba řešit navazující podstatné skutečnosti, které zásadním způsobem dlouhodobou perspektivu ovlivňují. Jedná se především o fázi životního cyklu, ve které se podnik k datu ocenění nachází a schopnost společnosti udržet, případně ještě navýšit svůj tržní podíl.

2.2.3.1 Fáze životního cyklu oceňovaného podniku

První z uvedených skutečností, tj. fáze životního cyklu podniku ovlivňuje samotný použitý způsob ocenění. Podniky v úvodních fázích zrodu a následného rozvoje vyžadují značnou investiční aktivitu, s čímž jsou spojená značná rizika, poněvadž ne vždy je společnost schopna svůj dynamický rozvoj profinancovat. Společnost v těchto fázích tak generuje relativně malé množství odnímatelných peněžních toků. Naopak podniky, které se dostanou do fáze zralosti, disponují stabilním odnímatelným cash flow a tvoří hodnotu, je možno bez problémů oceňovat metodami na principu going-concern. Problém však nastává, pokud se podnik dostane do fáze úpadku a není tak možné předpokládat splnění principu nekonečného trvání. V tomto případě je pak třeba volit takové metody, které princip going-concern opouštějí.²¹

2.2.3.2 Analýza faktorů konkurenční síly

Jak již bylo výše uvedeno, další navazující problematikou je zhodnocení schopnosti podniku udržet, případně ještě navýšit svůj dosavadní tržní podíl. Tato schopnost pak záleží na celé řadě faktorů, ovlivňujících přímo či zprostředkovaně rozdělení tržních podílů na

¹⁹ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 75.

²⁰ Tamtéž, s. 77.

²¹ Tamtéž, s. 79.

relevantním trhu. Je však třeba zdůraznit, že výběr těchto faktorů je značně komplikovaný, poněvadž pro různé relevantní trhy jsou relevantní rozdílné faktory a mělo by tak být v této analýze přistupováno ke každému relevantnímu trhu individuálně. Je však možné využít určitého zjednodušení a s vědomím možné nepřesnosti rozdělit tyto faktory na dvě základní skupiny dle jejich schopnosti přímo ovlivnit zákazníka tak, jak znázorňuje následující tabulka:²²

Tabulka 1: Příklady faktorů konkurenční síly relevantní pro obchodní podnik

Přímé faktory	Nepřímé faktory
Cenová úroveň	Kvalita managementu
Šíře sortimentu	Výkonný personál
Hloubka sortimentu	Systém řízení oběhu zboží
Kvalita zboží	Majetek a investice
Běžná dostupnost	Finanční situace
Image firmy	-

Zdroj: vlastní zpracování

Jednotlivé faktory jsou pak v první řadě hodnoceny v kvalitativní podobě, tj. formou určitého komentáře postihující relativní hodnocení vzhledem ke konkurenčním podnikům na relevantním trhu. S ohledem na názornost a snadnou reprodukovatelnost ocenění je takto provedené hodnocení jednotlivých faktorů převedeno do kvantifikovatelné podoby prostřednictvím tzv. diagramu konkurenční síly. Z metodického hlediska je jednotlivým faktorům přiřazena určitá váha a body dle předem zvolené hodnotící škály. Za jednotlivé hodnotící faktory je pak vypočten součin dosaženého počtu bodů a příslušné váhy s tím, že sumace takto vážených bodů napříč všemi použitými faktory konkurenční síly vyjadřuje celkové, tj. absolutní množství dosažených bodů. V absolutní hodnotě se však jedná o bezrozměrné číslo, které není možné uspokojivě komentovat. Proto je v konečné fázi transformována absolutní hodnota na hodnotu relativní vzhledem k maximálnímu možnému počtu bodů. Výsledné hodnocení se pak odvíjí od počtu dosažených procent, kdy výsledek v hodnotě cca 50 % značí průměrnou konkurenční pozici, tj. pravděpodobné udržení stabilního tržního podílu do budoucna. Odchýlení od průměru směrem nahoru/dolů pak značí pravděpodobné navyšování/snižování tržního podílu v budoucnu.

2.3 Prognóza tržeb podniku

V konečné fázi celé strategické analýzy je pak nutno bezprostředně před samotnou predikcí tržeb podniku provést výsledné zhodnocení jeho perspektivnosti do budoucna, tj. splnění či nesplnění principu going-concern, což je jedna ze základních otázek, na které má dát provedená strategická analýza odpověď. K tomu je pak možné vhodně využít např. koncepce „bostonské“ matice s možnými dílčími úpravami, případně je pak možné detailněji popsat závěry analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu s expertním stanovením perspektivy oceňované společnosti.²³

²² MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 80-91.

²³ Tamtéž, s. 93.

Nejdůležitější otázkou, na kterou má dát strategická analýza odpověď je však očekávaný vývoj podnikových tržeb, tj. predikce růstu tržeb oceňovaného podniku. Predikovaného růstu podnikových tržeb je pak dosaženo syntézou prognózy růstu trhu, jakožto výsledku provedené analýzy vnějšího potenciálu a prognózy tržního podílu, jakožto výsledku provedené analýzy vnitřního potenciálu. Po metodické stránce se pak jedná o prostý součin indexu růstu trhu a indexu růstu tržního podílu v jednotlivých letech, jak uvádí následující rovnice:²⁴

$$\text{Tempo růstu podnikových tržeb}_t = \left(\frac{\text{velikost trhu}_t}{\text{velikost trhu}_{t-1}} * \frac{\text{tržní podíl}_t}{\text{tržní podíl}_{t-1}} \right) - 1$$

3 Finanční analýza

Po provedené strategické analýze je nutné rovněž analyzovat finanční data oceňovaného podniku a vyvodit z nich závěry potřebné pro stanovení návazných parametřů ocenění. Tento problém řeší právě finanční analýza, jakožto rozhodující fáze finančního managementu každého podniku, kterou lze definovat následujícím způsobem:

„Metoda hodnocení finanční hospodaření podniku, při které se získaná data třídí, agregují, poměřují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich vývoj“²⁵

Ve finančním managementu tak provedení finanční analýzy je možné vnímat především jako určitý podpůrný prvek rozhodování nahrazující „prosté“ a často irelevantní souhrnné údaje dostupné z finančního účetnictví dané společnosti. Výstupů takto provedeného komplexního finančního zhodnocení pak využívá celá řada uživatelů a odborných oblastí, přičemž jednou z nejdůležitějších je právě oblast korporátního oceňování (znalství), jejíž výstupy se v převážné většině bez zpracování finanční analýzy neobejdou.

Metodiky finanční analýzy tak může bez větších problémů využít právě zhotovitel ocenění konkrétního podniku pro naplnění 3 základních cílů, které si zpracování finanční analýzy pro potřeby oceňování klade:²⁶

- 1) Celkové zhodnocení finančního zdraví podniku, jehož výsledkem bude odpověď na otázku, zda oceňovaný podnik po finanční stránce splňuje princip nekonečného trvání podniku, tj. princip going concern.
- 2) Stanovení základních východisek a zdůvodněných podkladů pro analýzu a prognózu generátorů hodnoty a sestavení komplexního finančního plánu.
- 3) Doplnění informací ohledně rizikových faktorů podniku po finanční stránce, které je třeba zohlednit v rámci rizikové přírážky při kvantifikaci diskontní míry.

²⁴ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 97.

²⁵ SEDLÁČEK, J. Finanční analýza podniku. 2. vydání. Brno: Computer Press, 2011, s. 3.

²⁶ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 96

V první řadě je třeba řešit analýzu absolutních ukazatelů, tj. zejména horizontální a vertikální analýzu základních finančních výkazů oceňovaného podniku, případně analýzu čistého pracovního kapitálu, poskytující informace ohledně majetkové a finanční struktury společnosti včetně analýzy dlouhodobých trendů struktury aktiv a pasiv. Dále je pak třeba řešit otázku krátkodobé likvidity a dlouhodobé finanční rovnováhy, determinující finanční stabilitu podniku jako celku. Výnosnost podniku, resp. rentabilita jako jedna ze základních determinant hodnoty podniku by pak měla být zjišťována jak na úrovni podniku jako celku, tak na úrovni vlastníků včetně postižení vývoje takových faktorů, majících na rentabilitu podniku značný vliv.²⁷

Před započítí samotné finanční analýzy je nejprve třeba zverifikovat úplnost a správnost vstupních účetních dat tak, aby nedošlo k chybným závěrům a možnosti značného zkreslení celého ocenění. V praxi je pak možné se do značné míry spolehnout na výrok auditora, což je však záležitostí zpravidla povinně auditovaných firem. Účetnictví malých firem bez povinnosti auditu pak často bývá neúplné a do jisté míry i neprůkazné. V těchto případech je pak třeba aby sám znalec provedl „namátkovou“ revizi finančních dat účetní jednotky a nepřebíral vstupní data automaticky.

3.1 Analýza základních účetních výkazů

Při analýze základních účetních výkazů oceňovaného podniku tj. absolutních ukazatelů z nich plynoucích je nutné, aby byly jednotlivé položky vždy podrobeny jednak analýze vývojových trendů (horizontální analýza), jednak strukturální analýze z hlediska procentního rozboru jednotlivých položek v rámci datného výkazu (vertikální analýza).²⁸ Mezi základní účetní výkazy určené k finanční analýze pro potřeby oceňování patří rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků.

3.1.1 Analýza rozvahy

Při zkoumání vývojových trendů jednotlivých položek aktiv a pasiv (horizontální analýza) je vhodné, aby byly k dispozici finanční výkazy za několik let před datem ocenění, obecně bývá analyzována časová řada 5 let. Při kvantifikaci meziročních změn je třeba se zaměřit na významnější položky ovlivňující určitým způsobem výši bilanční sumy, přičemž je vhodné kvantifikovat tyto změny jak v absolutním, tak v relativním vyjádření (v %).²⁹

Analýza struktury jednotlivých položek aktiv a pasiv (vertikální analýza) je pak běžně kvantifikována jako procentuální podíl dílčí položky rozvahy k celkové bilanční sumě, přičemž určité „výsadní“ postavení má relační vztah vlastního kapitálu a cizích zdrojů, tj. analýza kapitálové struktury.

²⁷ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 96-97.

²⁸ KNÁPKOVÁ, A; PAVELKOVÁ, D; ŠTEKER, K. Finanční analýza. 2. vydání. Praha: Grada, 2013, s. 67.

²⁹ KISLINGEROVÁ, E; HNILICA, J. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 9-10.

3.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Stejně jako v případě rozvahy, i u výkazu zisku a ztráty je vhodné provést jak horizontální, tak vertikální analýzu, přičemž jednotlivé nákladové a výnosové položky jsou v převážné většině vztaženy buď k celkovým tržbám, nebo k výnosům podniku jako celku. V případě nákladových položek se tak jedná o jakési vyjádření nákladovosti dosažených tržeb resp. výnosů, v případě jednotlivých úrovní zisku pak je možné hovořit přímo o rentabilitě.³⁰

Mimo srovnání položek výsledovky v čase je dále vhodné provést analýzu v prostoru, tj. srovnání absolutních ukazatelů oceňovaného podniku s relevantními konkurenčními podniky, případně určitým průměrem za relevantní trh.

3.1.3 Analýza výkazu peněžních toků

Pro analýzu peněžních toků v rámci oceňování je ideální podoba takového výkazu cash flow, využívající pro kvantifikaci „nepřímou“ metodu výpočtu. Takto sestavený výkaz pak dokáže názorně zachytit a vysvětlit pravděpodobný nesoulad výsledku hospodaření běžného období před zdaněním a skutečně realizovanými peněžními toky. Především pak peněžní toky z investiční činnosti by pak měly být podrobeny důkladnější analýze, kdy by měly v čase dosahovat převážně záporných hodnot pro udržení principu dlouhodobého trvání podniku, tj. going-concern.

3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Dalším důležitým metodickým nástrojem finanční analýzy je kvantifikace poměrových ukazatelů vyjadřující vzájemnou relaci mezi dvěma či více absolutními ukazateli prostřednictvím podílu.³¹ Stanovení absolutních ukazatelů je předmětem předchozí kapitoly. Pro naše účely bude využito paralelní ukazatelové soustavy, hodnotící poměrové ukazatele relativně „izolovaně“ a je proto potřeba sledovat a komentovat kauzální vazby mezi jednotlivými ukazateli přímo v textaci této práce.³²

Pro potřeby této práce je v rámci finanční analýzy využito veškerých základních skupin ukazatelů, vyjma ukazatelů odvozených z kapitálového trhu. Toto rozložení je tradiční především pro americkou odbornou literaturu a má následující podobu: ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti.

3.2.1 Ukazatele rentability

Pro potřeby zhodnocení výnosnosti oceňovaného podniku, tj. posouzení jeho schopnosti dosahovat kladných výsledků hospodaření pomocí investovaného kapitálu do podniku, jsou vyčísleny následující výnosové ukazatele.³³

³⁰ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 99.

³¹ SEDLÁČEK, J. Finanční analýza podniku. 2. vydání. Brno: Computer Press, 2011, s. 55.

³² MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 107.

³³ RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 2. vydání. Praha: Grada, 2008, s. 51.

$$ROA \text{ (rentabilita aktiv)} = \frac{EBIT \text{ (zisk před úroky a zdaněním)}}{Aktiva celkem}$$

$$ROS \text{ (rentabilita tržeb)} = \frac{EAT \text{ (čistý zisk po zdanění)}}{Tržby celkem}$$

$$\text{Rentabilita inv. kapitálu} = \frac{EBIT \text{ po dani}}{\text{Celkový kapitál} - \text{krátkodobé závazky} - \text{časové rozlišení pas.}}$$

$$ROE \text{ (rentabilita vlastního kapitálu)} = \frac{EAT \text{ (čistý zisk)}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

$$\text{Marže (počítaná z přidané hodnoty)} = \frac{\text{Přidaná hodnota}}{\text{Tržby celkem}}$$

3.2.2 Ukazatele aktivity

Za účelem zjištění příčin vývoje výnosnosti oceňovaného podniku v čase, jsou analyzovány základní ukazatele aktivity vyjadřující schopnost podniku efektivně hospodařit se svými aktivy. Tyto ukazatele tak lze označit za jeden ze základních determinantů efektivnosti přímo ovlivňující výnosové ukazatele jak na úrovni celkového provozu (ROA), tak na úrovni investorů (ROE).³⁴ V práci jsou analyzovány následující ukazatele aktivity:

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby celkem}}{\text{Aktiva celkem}}$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\frac{\text{Náklady na prodané zboží} + \text{Spotřeba materiálu a energie}}{365}}$$

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Krátkodobé pohledávky}}{\frac{\text{Tržby celkem}}{365}}$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\frac{\text{Náklady na prodané zboží} + \text{Výkonová spotř.} + \text{Osobní náklady}}{365}}$$

3.2.3 Ukazatele zadluženosti

Další vybraná skupina poměrových ukazatelů analyzuje ve své podstatě schopnost oceňovaného podniku uhrazovat své dlouhodobé závazky, tj. kvantifikuje úroveň dlouhodobé finanční rovnováhy. Skupina ukazatelů zadluženosti se pak na obecnější úrovni zaměřuje na relaci mezi cizími a vlastními zdroji, tj. zadluženost oceňovaného podniku. Je však třeba upozornit, že v případě Společnosti je použití velké části ukazatelů zadluženosti do jisté míry

³⁴ KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 107.

irelevantní a zkreslené, neboť nedisponuje žádným explicitně úročeným cizím kapitálem což na jednu stranu snižuje rizikovost financování, na stranu druhou však nedochází k efektu daňového štítu. Analyzovány jsou pak následující poměry: ³⁵

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Aktiva celkem}}$$

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}$$

$$\text{Doba splácení dluhů} = \frac{\text{Cizí zdroje} - \text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Provozní cash flow}}$$

$$\text{Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

3.3 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Za účelem posouzení tvorby hodnoty pro vlastníky oceňovaného podniku je vhodné zařadit do finanční analýzy komplexnější ukazatel tvorby hodnoty, jehož podstata spočívá v maximalizaci ekonomického zisku. Tento zisk je pak definován jako rozdíl celkových dosažených výnosů a celkových ekonomických nákladů v daném období vynaložených. Celý koncept ekonomického zisku však pohled na náklady značně rozšiřuje, neboť k původně zachyceným explicitním (účetním) nákladům jsou dále připočteny náklady implicitní, tj. oportunitní, které jsou „implicitně“ vynakládány v souvislosti se zapojením vlastního kapitálu právě do oceňovaného podniku a nikoli do jiné alternativní investice přinášející zisk. Takto vymezený ušlý zisk je pak možné vnímat jako náklad vlastního kapitálu, tj. oportunitní náklad. Tato modifikace běžně pojímaného výsledku hospodaření pak umožňuje reálnější posouzení výkonnosti oceňované společnosti.

Kvantifikaci ukazatele ekonomické přidané hodnoty je možné provádět celou řadou způsobů a modifikací v návaznosti na účel, pro který je finanční analýza zpracovávána. Pro potřeby této práce je tak vycházeno z následujícího vzorce hodnotového rozpětí („Value Spread“) uváděného v relevantní odborné literatuře a uplatňovaného v oceňovací praxi:³⁶

$$EVA_{(equity) t} = \left(\frac{EAT_t}{VK_{t-1}} - n_{VK(z) t} \right) * VK_{t-1}$$

- Kde $EVA_{(equity) t}$ – ekonomická přidaná hodnota v roce t ve variantě equity
 EAT_t – čistý výsledek hospodaření po zdanění v roce t
 VK_{t-1} – hodnota vlastního kapitálu k začátku roku t
 $n_{VK(z) t}$ – náklady vlastního kapitálu v roce t při dané úrovni zadlužení

³⁵ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 102-104.

³⁶ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 97.

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je rovněž možné využít celé řady metodických postupů, přičemž pro účely této analýzy je využito určitého zjednodušení v podobě agregovaných dat ze stránek profesora Damodarana³⁷, tj. přímo zadlužených nákladů vlastního kapitálu na úrovni relevantního odvětví. Je však třeba upozornit, že takto kvantifikované oportunitní náklady v sobě implementují zadlužení nikoli oceňovaného podniku, nýbrž průměrné zadlužení v daném odvětví, čímž se dopouštíme určitého metodického zjednodušení.

3.4 Index IN05

Pro potřeby souhrnného zhodnocení finančního zdraví oceňovaného podniku je vhodné využít syntetické ukazatele, jakožto vhodný doplněk pro provedenou finanční analýzu zjišťující souhrnné finanční zdraví prostřednictvím jediného výsledného čísla. Index IN05 využívá algoritmus vhodný pro české podniky, vytvořený na základě vícenásobné diskriminační analýzy. Zároveň vhodně kombinuje věřitelský a vlastnický pohled na celkové zhodnocení prostřednictvím výběru relevantních ukazatelů a jejich vah zjištěných ze statistického (diskriminačního) šetření tuzemských společností. Algoritmus indexu IN05 má následující podobu:³⁸

$$IN05 = 0,13 * X_1 + 0,04 * X_2 + 3,97 * X_3 + 0,21 * X_4 + 0,09 * X_5$$

$$\begin{aligned} \text{Kde } X_1 &= \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} & X_3 &= \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva celkem}} \\ X_2 &= \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} & X_4 &= \frac{\text{Výnosy celkem}}{\text{Aktiva}} \\ X_5 &= \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} \end{aligned}$$

Výsledný hodnota indexu je rozdělena do tří pásem dle prosperity, kde horní hranici prosperity představuje hodnota 1,6 a dolní hranici bankrotu hodnota 0,9. Je však třeba upozornit, že hodnota parametru X_2 , tj. ukazatelu úrokového krytí může v případě nízkého zapojení zpoplatněného cizího kapitálu dosahovat extrémních hodnot. Metodicky je tak maximální hodnota tohoto parametru omezena ve výši 9,0.

Tabulka 2: Interpretace výsledných hodnot indexu IN05

IN05 > 1,6	Prosperita
0,9 < IN05 ≤ 1,6	Šedá zóna
IN05 ≤ 0,9	Hrozba bankrotu

Zdroj: Scholleová. 2012, s. 190.

³⁷ internetové stránky A. Damodarana – <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

³⁸ NEUMAIEROVÁ, I; NEUMAIER, I. Index IN05. Evropské finanční systémy: Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference [online]. Brno: Masarykova universita, 2005, s. 145. [cit. 10. dubna 2014] Dostupné na <<http://is.muni.cz/do/econ/sborniky/2005/evropske-financi-systemy-2005.pdf>>

4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a provozně nepotřebná

Dalším krokem nezbytným k dosažení relevantního ocenění podniku je vydělení takových aktiv, které podnik nevyužívá ke svému základnímu podnikatelskému zaměření (core businessu), tj. vydělení provozně nepotřebných aktiv. Z těchto „nenutných“ aktiv dále podniku plynou určité výnosy a náklady, které je rovněž třeba ze samotného ocenění vyloučit.

Tato aktiva je možné rovněž vnímat jako právě takový majetek, který by bylo možné hypoteticky odprodat, aniž by to jakkoli postihlo hlavní provoz podniku. Pro dosažení skutečného a relevantního ocenění je vhodné, aby byl tento krok proveden vždy a bez ohledu na použitou oceňovací metodiku. Výjimku tvoří pouze majetková metoda likvidační hodnoty, která implicitně předpokládá veškerá aktiva jako provozně nepotřebná a jejich vydělení z majetkové struktury tak není nutné.³⁹

Odborná literatura pak uvádí následující důvody pro vyčlenění provozně nepotřebných aktiv včetně nákladů a výnosů s těmito aktivy souvisejícími:⁴⁰

- 1) **Část majetku společnosti je k datu ocenění nevyužita** a negeneruje žádné, případně jen velmi nízké příjmy (výdaje), tj. peněžní toky, což přímo ovlivňuje výnosové ocenění podniku a mohlo by tak dojít k jeho podhodnocení.
- 2) **Rizikovost aktiv souvisejících přímo s core business podniku může být značně odlišná** od rizikovosti aktiv provozně nepotřebných a je tak účelné tento majetek vyčlenit a ocenit samostatně, neboť použitá diskontní míra pro oba druhy majetku (provozní i neprovozní) by nemusela odrážet reálnou rizikovost.
- 3) Samotná podstata neprovozních aktiv, tj. aktiv, které je možné hypoteticky odprodat, znemožňuje splnění principu going concern a není tak možné použít pro jejich valuaci výnosové metody ocenění. Je tedy evidentní, že pro obě skupiny majetku je nutné **využít rozdílných metodik ocenění**.

Mezi nejčastěji identifikovatelná provozně nepotřebná aktiva je možné zařadit především následující položky: peněžní prostředky nad určitou výši peněžní likvidity, krátkodobé cenné papíry a podíly, dlouhodobý finanční majetek jako celek, nemovitosti nesloužící k hlavnímu provozu, nadbytečné zásoby aj.

Souvisle s rozdělením aktiv na provozně nutná a provozně nepotřebná je vhodné za minulé roky vyčíslit tzv. provozně nutný investovaný kapitál, jehož výnosová hodnota ve své podstatě představuje ocenění podniku na úrovni entity, tj. podniku jako celku. Provozně nutný investovaný kapitál je pak vyčíslen jako rozdíl bilanční sumy, provozně nepotřebných aktiv a krátkodobých závazků, na které není možné explicitně stanovit náklad (úrok).⁴¹

³⁹ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 53-54.

⁴⁰ Tamtéž, s. 119.

⁴¹ Tamtéž, s. 122-123.

4.1 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

Jak již bylo výše uvedeno, s provozně nepotřebným majetkem je spojena určitá výše výnosů a nákladů, které je třeba z ocenění také vyčlenit, neboť by došlo ke dvojímu započtení hodnoty tohoto majetku do hodnoty podniku jako celku. Kvantifikaci korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) na obecnější úrovni upravuje následující tabulka.

Tabulka 3: Kvantifikace korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH)

Provozní výsledek hospodaření	
Provozní výnosy nesouvisející s provozně potřebným majetkem	(-)
Provozní výnosy vynaložené jednorázově	(-)
Provozní náklady nesouvisející s provozně potřebným majetkem	(+)
Provozní náklady vynaložené jednorázově	(+)
Finanční výnosy související s provozně potřebným majetkem	(+)
Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem	(-)
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) před daní	(=)

Zdroj: Mařík, 2011, s. 174., vlastní úprava.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je tedy takový hospodářský výsledek, který je přímo generován provozně nutným investovaným kapitálem a bude sloužit jako jedno ze základních východisek pro ocenění podniku, konkrétně pak pro výpočet volných peněžních toků.⁴²

5 Generátory hodnoty

„Generátory hodnoty se zde rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku“⁴³

Výše uvedená definice je výsledkem konceptu akcionářské hodnoty, tj. shareholder value mající své základy v americké odborné literatuře. Jako základní generátory hodnoty uvádí odborná literatura 7 základních veličin determinujících hodnotu podniku: tržby, provozní zisková marže (z KPVH), investice do provozně nutného pracovního kapitálu, investice do provozně nutného dlouhodobého majetku, diskontní míra, způsob financování a doba existence oceňované společnosti.

V souvislosti s výše uvedenými 7 základními generátory hodnoty je třeba upozornit, že se jedná pouze o určitý detailnější rozklad 3 základních obecnějších determinant hodnoty podniku, kterými jsou:⁴⁴

- Rentabilita investovaného kapitálu
- Tempo růstu
- Riziko

⁴² MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 123.

⁴³ Tamtéž, s. 125.

⁴⁴ Tamtéž, s. 138.

5.1 Tržby

Tento jediný generátor již není nutné přímo kvantifikovat, neboť jeho zdůvodněná predikce již byla provedena v samotném závěru strategické analýzy. Není však vhodné predikci tržeb přejímat „bezhlavě“ bez předchozího testování na možné korekce v souvislosti se schopností podniku proinvestovat daný růst tržeb, zejména pak jejich financování a rychlost zařazení do provozu.

5.2 Provozní zisková marže (z KPVH před daní)

Jako další základní veličinou určující hodnotu podniku je provozní zisková marže, resp. zdůvodněná projekce ziskové marže do budoucna vyjadřující posouzení schopnosti podniku dosahovat korigovaného provozního zisku prostřednictvím realizovaných tržeb. Použitý vztah má pak následující podobu:⁴⁵

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{KPVH před odpisy a zdaněním}}{\text{Tržby celkem}}$$

Použitá modifikace korigovaného provozního výsledku hospodaření o odpisy je obecně v tomto kroku doporučována, neboť samotný odpis je výsledkem určité výše prognózované zůstatkové hodnoty odepisovatelného dlouhodobého majetku, který dosud nebyl kvantifikován (předmětem čtvrtého generátoru hodnoty).

Predikci provozní ziskové marže je vhodné sestavit pomocí dvou na sobě nezávislých prognóz, využívající rozdílnou metodiku výpočtu a především jinou informační základnu pro predikci. První z uvedených je tzv. **prognóza ziskové marže shora**, která je založená na zdůvodněné prognóze základních faktorů ovlivňujících ziskovou marži z historického hlediska. Po metodické stránce je tedy vhodné nejprve analyzovat ziskovou marži v minulých letech a testovat ji na faktory, které přímo či nepřímo ovlivňovali její výši. Následně je nutné zpracovat zdůvodněnou projekci těchto faktorů do budoucna s důrazem na konkurenční strukturu, tj. intenzitu konkurence v daném oboru, poněvadž tento faktor zásadním způsobem ovlivňuje rentabilitu určitého segmentu podnikání. Projekce faktorů pak umožňuje podložený expertní odhad provozní ziskové marže do budoucna vycházející z minulého vývoje této veličiny.⁴⁶ Analýzu intenzity konkurence je možné postavit na základech Porterova modelu pěti konkurenčních sil.⁴⁷

Druhá z uvedených je **prognóza ziskové marže zdola**, vycházející ze zdůvodněné projekce jednotlivých provozních nákladových položek do budoucna sestavené pomocí analýzy a vývoje jejich podílu z celkových tržeb. Tržby jsou přitom v tuto chvíli již plně kvantifikovány ve své finální výši dle kap. 5.1. V jednotlivých predikovaných letech je pak vypočten korigovaný provozní výsledek hospodaření jako rozdíl provozních výnosů a

⁴⁵ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 127.

⁴⁶ Tamtéž, s. 127-128.

⁴⁷ Porter, M. E.: Konkurenční výhoda. Victoria Publishing 1996, Praha, s.23.

nákladů. Aplikací poměru tohoto zisku k celkovým tržbám je získána projekce procentuální provozní ziskové marže v jednotlivých budoucích letech.⁴⁸

5.3 Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

Jako třetí základní generátor hodnoty je nutné provést predikci investic do pracovního kapitálu, přičemž je třeba zdůraznit jeho mírně odlišnou podobu od pojetí pracovního kapitálu pro potřeby finanční analýzy. Odlišnost je třeba vnímat především v pojetí krátkodobých cizích zdrojů, kde je odečten pouze takový cizí kapitál, na který není možné explicitně stanovit náklad (např. úrok), tj. obvykle pouze klasické krátkodobé závazky v účetním pojetí, nikoli krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci. Kvantifikaci takto upraveného provozně nutného pracovního kapitálu shrnuje následující tabulka:⁴⁹

Tabulka 4: Kalkulace upraveného provozně nutného pracovního kapitálu

Krátkodobý finanční majetek	(+)
Zásoby	(+)
Krátkodobé a dlouhodobé pohledávky	(+)
Časové rozlišení aktivní	(+)
Neúročené závazky	(-)
Časové rozlišení pasivní	(-)
Provozně nutný pracovní kapitál	(=)

Zdroj: Mařík. 2011, s. 132., vlastní úprava.

Určitý problém je však možné vnímat u dlouhodobých pohledávek a dlouhodobých neúročených závazků, neboť zde není zcela jisté, kam a zda vůbec je v rámci investovaného kapitálu, resp. provozně nutného pracovního kapitálu kalkulovat. V případě dlouhodobých pohledávek záleží na jejich významnosti, kdy v případě jejich větší výše je vhodné je kalkulovat mezi dlouhodobý provozně nutný majetek, poněvadž by mohlo dojít ke zkreslení pracovního kapitálu. Naopak rozhodnutí o započtení dlouhodobých neúročených závazků do provozně nutného pracovního kapitálu takto jednoduché řešení neposkytuje, poněvadž tento problém není nikde v odborné literatuře k dnešnímu dni definitivně dořešen. Manželé Maříkovi po odborné konzultaci v této věci navrhnou následující řešení:⁵⁰

„Pokud je neúročený dlouhodobý závazek poskytnut vlastníkem, tak bychom jej přiřadili k účetnímu vlastnímu kapitálu. Pokud je dlouhodobý explicitně neúročený závazek z obchodních vztahů, tak je v každém případě potřeba dodržet symetrii mezi investovaným kapitálem, KPVH a diskontní mírou. Jedním řešením by tak bylo pokusit se náklady na tyto závazky alespoň odhadnout, tyto náklady vyndat z nákladů kalkulovaných při výpočtu KPVH a tím i FCF a zacházet pak s daným závazkem jako zpoplatněným, tedy stejně jako např. s bankovními úvěry (tj. neodečítat od investovaného kapitálu, ale kalkulovat náklady do diskontní míry). Druhou možností je ponechat ho mezi explicitně neúročenými závazky a

⁴⁸ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 128-129.

⁴⁹ Tamtéž, s. 132-133.

⁵⁰ MAŘÍKOVÁ, Pavla. Osobní rozhovor. Praha, 5. 1. 2016.

náklady neupravovat, tedy zacházet s ním stejně jako s krátkodobými obchodními závazky. Je ale opět otázka, kde ho odečítat v rámci vnitřní struktury výpočtu investovaného kapitálu“.

Predikci jednotlivých složek provozně nutného pracovního kapitálu je třeba sestavovat ve dvou rovinách a to jednak ve vztahu k dynamice výkonů resp. tržeb podniku, jednak ve vztahu k ostatním faktorům ovlivňující náročnost růstu tržeb podniku na potřebné investice do pracovního kapitálu. Nejprve je tedy vhodné kvantifikovat vztah jednotlivých složek ve vztahu k celkovým výkonům podniku za minulost, např. prostřednictvím ukazatele doby obratu (ve dnech). Poté je třeba analyzovat základní faktory ovlivňující vývoj obrátkovosti jednotlivých komponent pracovního kapitálu v minulosti a provést zdůvodněnou predikci působení těchto faktorů na následující roky plánu. Na základě takto provedené projekce faktorů do budoucna je pak možné odhadnout vývoj dob obratu jednotlivých složek provozně nutného pracovního kapitálu pro jednotlivé roky plánu.⁵¹

Vzhledem k tomu, že projekce tržeb do budoucna je již v tuto chvíli plně k dispozici, je kvantifikace absolutních hodnot jednotlivých provozních komponent pracovního kapitálu z predikovaných dob obratu možné pouhou matematickou úpravou.

5.4 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Poslední a nejobtížnější predikovatelný generátor hodnoty podniku je opět vhodné nejprve analyzovat za minulost s tím, že je vhodné obsáhnout celý investiční cyklus, neboť investice se v čase nevyvíjejí plynule a mohlo by tak dojít ke značnému zkreslení. Stejně jako v případě pracovního kapitálu je třeba postihnout vztah investic a dynamiky růstu tržeb za minulost, přičemž je vhodné tuto analýzu doplnit o využití kapacit, pokud to dostupné informace umožňují. Odborná literatura pak uvádí tři základní přístupy k projekci investiční činnosti resp. náročnosti do budoucna:

Globální přístup k predikci investiční náročnosti je obvykle pokládán za základní a je vhodné ho použít v případě, kdy oceňovaná společnost disponuje alespoň do určité míry pravidelnou investiční aktivitou a zároveň znalec nemá k dispozici zdůvodněné investiční plány podniku. Nejuniverzálnější koeficient náročnosti tržeb na investice brutto (k_{DMb}) pak má následující tvar:⁵²

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby celkem}}$$

Jako určitou alternativu je pak možné uvést koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto (k_{DMn}) vyjádřený následující rovnicí:⁵³

$$k_{DMn} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb celkem}}$$

⁵¹ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 134-136.

⁵² Tamtéž, s. 137.

⁵³ Tamtéž, s. 137.

Mimo výše uvedené je dále možné použít tzv. **Přístup dle hlavních položek**, kde je primárně vycházeno z podnikových investičních plánů testovaných oceňovatelem na jejich reálnost. Jako poslední alternativu je možné zmínit **Přístup založený na odpisech**, kdy naopak vycházíme ze zdůvodněných odpisových plánů a implicitně předpokládáme investice nad úrovní odpisů, tj. investice netto.⁵⁴

6 Sestavení komplexního finančního plánu

Na základě hodnot dopočtených z analýzy a prognózy generátorů hodnoty je možné sestavit komplexní finanční plán pro potřeby ocenění, tj. plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovanou rozvahu a plánovaný výkaz peněžních toků. Takto komplexně pojatý a detailně zpracovaný finanční plán je však bezprostředně nutné zpracovat pouze pro potřeby výnosového ocenění, v ostatních případech si oceňovatel vystačí pouze se zdůvodněnou analýzou generátorů hodnoty. Generátory hodnoty však tvoří pouze jakousi „kostru“ finančních plánů a pro potřeby jejich úplného sestavení a vzájemného vyladění je třeba dopočítat a do budoucna projektovat některé méně významné položky, např. výplatu dividend a podílu na zisku v jednotlivých letech včetně jejich dopadů do rozvahy a cash flow oceňovaného podniku.⁵⁵

Je třeba upozornit, že pro potřeby tržního a objektivizovaného ocenění není vhodné přejímat podnikové business plány, aniž bychom dostatečně testovali jejich reálnost (splnitelnost) a relevanci.⁵⁶

7 Volba metody ocenění

Na základě provedých analýz, jež byly předmětem předchozích kapitol, je možné v tuto chvíli zvolit patřičnou metodiku ocenění, přičemž jako základní kritérium volby zde vystupuje jednak účel ocenění, jednak splnění principu nekonečného trvání podniku, tj. going concern principu. Tento dlouhodobý potenciál oceňované společnosti je následně oceněn peněžním ekvivalentem.

Na obecnější úrovni je pak možné rozlišovat tři základní přístupy k ocenění podniku: **výnosový přístup** založený na ocenění budoucích užitků plynoucích vlastníkům ze společnosti, **majetkový přístup** chápající podnik jako hromadu dílčích majetkových položek, **tržní přístup**, tj. přístup vycházející z analýzy trhu, zejména pak kapitálového trhu.⁵⁷ Jednotlivé přístupy k ocenění disponují celou řadou metod, jejichž nejdůležitější výčet je předmětem následující tabulky.

⁵⁴ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 137-138.

⁵⁵ Tamtéž, s. 149.

⁵⁶ Tamtéž, s. 150.

⁵⁷ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 37.

Tabulka 5: Výčet základních metod pro ocenění podniku

Výnosový přístup - výnosové metody
• Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) • Metoda kapitalizovaných čistých výnosů • Kombinované výnosové metody • Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
Tržní přístup - tržní metody
• Přímé ocenění na základě tržní kapitalizace • Metoda srovnatelných podniků • Metoda srovnatelných podniků oceněných při vstupu na burzu • Metoda srovnatelných transakcí • Metoda odvětvových multiplikátorů
Majetkový přístup - majetkové metody
• Metoda likvidační hodnoty • Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu na principu historických cen • Metoda substanční hodnoty na bázi reprodukčních cen • Metoda substanční hodnoty na bázi úspory nákladů • Majetkové ocenění na principu tržních cen

Zdroj: Mařík, 2011, s. 37., vlastní úprava.

Pro potřeby této práce jsou detailněji komentovány pouze výnosové metody založené na diskontovaných volných peněžních tocích, neboť se jedná o metodiku v oceňovací praxi a odborné literatuře nejrozšířenější. Detailnější popis ostatních metodik je nad obsahový rámec této diplomové práce.

8 Ocenění na základě analýzy výnosů se zaměřením na DCF

Metody založené na diskontovaných volných peněžních tocích kvantifikují budoucí užitky plynoucí z daného podniku právě ve formě volného cash flow, což je finanční teorii považováno za neadekvátnější a nejvěrnější způsob vymezení daných užitků. Důvodem je především skutečnost, že v rámci výpočtu volných peněžních toků je možné bez větších problémů přímo kalkulovat investiční výdaje, což umožňuje nejvěrnější vymezení tzv. budoucích čistých příjmů z oceňovaného aktiva tak, jak to chápe současná teorie oceňování. Odborná literatura uvádí tři základní modifikace metody DCF:⁵⁸

Metoda DCF entity – tato metoda pracuje s volnými peněžními toky pro vlastníky a úročené věřitele (FCFF), díky čemuž je nutné pro diskontování těchto budoucích užitků využít průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Tato diskontní míra pak vhodně zachycuje požadovanou výnosnost kapitálu investovaného do podniku jednak z pohledu vlastníků, jednak z pohledu úročených věřitelů. Bezprostředním výsledkem je tedy výnosová hodnota

⁵⁸ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 17-26.

investovaného kapitálu, tj. hodnota podniku brutto. Výnosová hodnota vlastního kapitálu, tj. hodnota podniku netto je pak vypočtena jako rozdíl hodnoty brutto a úročeného cizího kapitálu k rozhodnému dni, případně je nakonec připočtena hodnota individuálně přeceněných neprovozních aktiv.

Metoda DCF equity – v případě této metody je užitek vymezen prostřednictvím volných peněžních toků plynoucích přímo vlastníkům oceňovaného podniku (FCFE). Symetricky je tak třeba zvolit diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu při dané úrovni zadlužení, tj. na úrovni zadlužených nákladů vlastního kapitálu odrážejících požadovanou výnosnost včetně veškerých rizik (provozních i finančních), spojených s projekcí FCFE do budoucna. Bezprostředním výsledkem je tak přímo výnosová hodnota vlastního kapitálu, tj. výnosová hodnota podniku, ke které je potřeba pouze přičíst případný neprovoz.

Metoda DCF APV – jedná se o nejméně obvyklou modifikaci metody DCF, kdy je z metodického hlediska výpočet rozdělen do tří následných kroků – 1) výpočet hodnoty nezadlužené firmy, 2) hodnota daňového štítu, 3) výsledné ocenění. V prvním kroku jsou diskontovány volné peněžní toky pro vlastníky a úročené věřitele (FCFF) diskontní mírou na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení. Jedná se tedy o určitou simulaci případu, kdy je veškerý investovaný kapitál krytý pouze vlastními zdroji. V druhém kroku jsou pak kvantifikovány daňové štíty vzniklé z nákladových úroků v jednotlivých letech plánu, které jsou následně diskontovány k datu ocenění prostřednictvím vhodné diskontní míry (obvykle dle nákladů cizího kapitálu). V třetím kroku jsou pak obě výše vypočtené hodnoty sečteny, čímž je získána výnosová hodnota podniku brutto. Pro získání hodnoty je pak třeba postupovat stejným způsobem jako v případě metody DCF entity. Nespornou výhodou této metodiky je fakt, že nijak při výpočtu nepracuje s kapitálovou strukturou a není tak nutné ji vyladřovat na tržní hodnoty dle výsledného ocenění pomocí iteračního postupu.

Při volbě správných parametrů ocenění a dodržení správných postupů by měly všechny tři výše uvedené metody podávat stejné výsledky, tj. stejnou výslednou hodnotu. Problém však spočívá v preciznosti vyladění kapitálové struktury na tržní hodnoty a zahrnutí finančního rizika do diskontní míry.⁵⁹ Velmi často tak dochází v praxi k situacím, kdy se výsledky jednotlivých metod rozcházejí a oceňovatel se tak dopouští vědomého pochybení. S ohledem na analýzu kapitálové struktury Společnosti a její projekci do budoucna (nulové využití zpoplatněného cizího kapitálu), je pro účely této diplomové práce blíže rozebrána pouze výnosová metoda DCF equity.

8.1 Ocenění metodou DCF equity

Výnosová metoda DCF equity je pouze určitou modifikací metody DCF entity, jejíž použití je v praxi i v odborné literatuře jednoznačně nejrozšířenější. Výhodou této metody na úrovni equity je, že přímo kalkuluje změny zadlužení a úroky do výpočtu volného cash flow a po celou dobu výpočtu pracujeme s hodnotami a peněžními toky pouze pro vlastníky.

⁵⁹ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 184-186.

Následující vzorec kvantifikuje hodnotu podniku pomocí metody DCF equity ve své obvyklé dvoufázové podobě, kdy první fáze vychází ze sestavených komplexních finančních plánů, fáze druhá pak implicitně předpokládá stabilitu primárních podnikohospodářských veličin.⁶⁰

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(z)i})} + \frac{PH}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(z)i})}$$

kde: H_n hodnota podniku netto
 $FCFE_t$ volný peněžní tok pro vlastníky v roce t
 $n_{VK(z)i}$ náklady vlastního kapitálu odpovídající konkrétnímu zadlužení v roce i
 T počet let první fáze
 PH pokračující hodnota druhé fáze

Užitek plynoucí z investovaného kapitálu ($VK + CK_{\text{úročený}} - \text{neprovozní aktiva}$) je kvantifikován prostřednictvím volných peněžních toků přímo pro vlastníky (FCFE), přičemž pro potřeby této práce je pro názornost zvolen postup výpočtu založený na úpravě volných peněžních toků pro vlastníky a úročené věřitele (FCFF), jak znázorňuje následující tabulka.⁶¹

Tabulka 6: Kvantifikace volných peněžních toků – FCFE (v tis. Kč)

KPVH před daní	
Daň připadající na KPVH	(-)
KPVH po dani	(=)
Odpisy dlouhodobého majetku (DM)	(+)
Ostatní náklady, které nemají charakter výdajů v běžném období	(+)
Investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu brutto (v provozně nutné výši)	(-)
Volný peněžní tok do firmy - FCFF	(=)
Nákladové úroky * (1 - daňová sazba)	(-)
Změna stavu úročeného cizího kapitálu	(+)
Volný peněžní tok pro vlastníky - FCFE	(=)

Zdroj: Mařík, 2011, s. 22., vlastní úprava.

Typicky se tato metodika používá pro potřeby výnosové valuce bank a jiných finančních institucí, poněvadž zde není možné nahlížet na úročený cizí kapitál stejně jako v případě nefinančních podniků a kalkulovat tak úročený cizí kapitál v rámci ocenění pouze formou procentuálního podílu do diskontní míry. Mimo výše uvedené je tato metoda logicky nejlépe použitelná v případě, kdy je k datu ocenění i do budoucna zdůvodněně plánováno nulové zadlužení, poněvadž pracujeme po celou dobu výpočtu pouze s hodnotami a volným cash flow pro vlastníky. Použití jiných výnosových modifikací DCF by tak bylo irelevantní.

8.1.1 Pokračující hodnota (PH)

Dvoufázová metoda ocenění vyžaduje patřičně zdůvodněný odhad druhé fáze, tj. predikci volného cash flow pro postplánované období, potřebnou pro ocenění podniku v druhé

⁶⁰ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 22.

⁶¹ Tamtéž

fázi. Používané modely pro výpočty druhé fáze jsou však implicitně postavené na stabilitě základních relativních podnikohospodářských ukazatelů (rentabilita investovaného kapitálu, rentabilita nových investic, zisková marže, obrat investovaného kapitálu, tržní podíl), kdy metodicky by první fáze měla být natolik dlouhá, aby ke stabilitě těchto relativních veličin došlo. Praxe a odborná literatura pak využívá dvě základní techniky propočtu druhé fáze:

Gordonův vzorec pro DCF equity – tento způsob výpočtu je založen na předpokladu úplné stability výše uvedených parametrů a z toho vyplývajícího stabilního a trvalého růstu volného peněžního toku. Pro sestavení gordonova vzorce je tak potřeba pouze odhadnout dlouhodobé stabilní tempo růstu g pro období druhé fáze tak, jak uvádí následující vzorec:⁶²

$$PH = \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(z)T+1} - g}$$

kde: $FCFE_{T+1}$ volný peněžní tok pro vlastníky v prvním roce 2. fáze
 g dlouhodobé tempo růstu platné pro 2. fázi
 $n_{VK(z)T+1}$ zadlužené náklady vlastního kapitálu odhadnuté pro 2. fázi

Parametrický vzorec pro DCF equity – použití tohoto přístupu vyžaduje detailnější analýzu a rozvedení jednotlivých parametrů tvorby volného peněžního toku pro stabilizované období druhé fáze. Mimo odhad dlouhodobého tempa růstu vyžaduje tento model navíc detailní rozvedení a analýzu stability výnosnosti oceňovaného podniku, jak na úrovni ziskové marže po dani, tak na úrovni rentability investic a investovaného kapitálu. Pro potřeby metody DCF equity je parametrický vzorec kvantifikován v následující nestandardní podobě:⁶³

$$PH = \frac{KPVH_T * (1 + g) * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right) + CK_T * (g - n_{CK(T+1)} * (1 - d_{T+1}))}{n_{VK(z)T+1} - g}$$

kde: $KPVH_T$ korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v posledním roce 1. fáze
 r_i rentabilita nových investic netto
 CK_T hodnota úročeného cizího kapitálu v posledním roce 1. fáze
 $n_{CK(T+1)}$ náklady cizího kapitálu v prvním roce 2. fáze
 d_{T+1} sazba daně z příjmů platná v prvním roce 2. fáze

8.1.2 Diskontní míra (n_{VK})

Vzhledem k potřebě zachovat symetrii diskontní míry s peněžními toky, které jsou sestaveny přímo z pohledu vlastníků, je třeba stanovit diskontní míru odrážející provozní a finanční rizika vlastníků oceňovaného podniku vyplývající z daných volných peněžních toků, tj. diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu při dané úrovni zadlužení oceňované společnosti. Pro kvantifikaci je v této práci zvolen model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), jehož použitelnost pro tržní ocenění se stále jeví jako dostatečná a nejvíce

⁶² MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 206.

⁶³ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 182.

relevantní, poněvadž veškeré výpočty probíhají za použití dat z kapitálového trhu. Jako určitou alternativu k modelu CAPM je pak možné uvést některou ze stavebnicových metod, přičemž ze samotné podstaty těchto metod zde dochází k zahrnutí značné subjektivity do výpočtu rizikové přírážky a jejich použití je tak vhodné především pro potřeby investiční hodnoty.⁶⁴ Je však třeba upozornit, že metodika výpočtu by neměla být automaticky volena pouze s ohledem na hledanou kategorii hodnoty, neboť při dodržení určitých zásad může stavebnicová metoda podávat i v rámci tržního ocenění relevantnější výsledky.

Finanční riziko, resp. riziko vyplývající z konkrétního zadlužení (v tržních hodnotách) je možné do diskontní míry zakomponovat dvěma způsoby. První z uvedených je přepočet nezadluženého koeficientu beta na jeho zadluženou verzi přímo v rámci modelu CAPM, druhou možností je pak přepočet nezadlužených nákladů vlastního kapitálu jako celku podle úrovně zadlužení oceňovaného podniku pomocí vhodně zvolené reagenční funkce. První možnost je však vázána na „striktní“ podmínku kdy $r_f = n_{CK}$, případně obtížný odhad koeficientu beta cizího kapitálu, poněvadž při nesplnění těchto podmínek by se oceňovatel dopouštěl určité chyby. Odborná literatura tak doporučuje promítnout finanční riziko do ocenění společnosti prostřednictvím přepočtení nezadlužených nákladů vlastního kapitálu vhodnou reagenční funkcí. Při zohlednění výše uvedeného má model CAPM následující tvar:⁶⁵

$$n_{VK(n)} = r_f + \beta_n * RPT + dp = r_f + \beta_n * (E(R_m) - r_f) + dp$$

kde:	r_f	bezriziková výnosnost
	$n_{VK(n)}$	<i>náklady vlastního kapitálu odpovídající nulovému zadlužení</i>
	β_n	odvětvový koeficient beta odpovídající nulové úrovni zadlužení
	RPT	riziková (ekvitní) prémie kapitálového trhu
	$E(R_m)$	očekávaná výnosnost kapitálového trhu
	dp	dodatečné rizikové přírážky (R_1, R_2, R_3)

Bezriziková výnosnost je v převážné většině případů pro potřeby výpočtu modelu CAPM stanovena jako aktuální výnos do doby splatnosti vládních dluhopisů na příslušném kapitálovém trhu, přičemž je vhodné, aby doba do splatnosti byla co nejdelší (cca 30-50 let). V tomto případě je pro celé predikované období stanovena jediná bezriziková výnosnost, implicitně předpokládající reinvestice kuponů dluhopisu s výnosností analogickou výnosu do doby splatnosti. Tento předpoklad je však splněn pouze v případě existence relativně plochých výnosových křivek, což je v praxi značně ojedinělý případ. Odborná literatura tak doporučuje vhodně využít diferencované bezrizikové výnosové míry pro jednotlivé roky plánu, čímž dojde ke zohlednění neplochého tvaru výnosových křivek a eliminaci chyby způsobené použitím jednotné bezrizikové výnosové míry. Stanovení takto diferencovaných úrokových měr je umožněno pomocí tzv. spotových úrokových měr, tj. výnosů do doby splatnosti státních zerobondů, což umožňuje eliminovat reinvestiční riziko. Vzhledem ke značné ojedinělosti tuzemských státních zerobondů, je v podmínkách České republiky vhodné

⁶⁴ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 251.

⁶⁵ Tamtéž, s. 216.

využít alternativního odvození spotových úrokových měr ze swapových úrokových měr, jejichž tuzemská datová základna je dostatečná. Přepočet swapových měr na spotové úrokové míry má pro jednotlivé prognózované roky následující tvar:⁶⁶

$$S_j = \sqrt[j]{\frac{(1 + Sw_j)}{1 - \sum_{i=1}^{j-1} \frac{Sw_j}{(1 + S_i)^i}}} - 1$$

kde: S_j, S_i spotová úroková míra pro rok j a i
 Sw_j swapová úroková míra platná v roce j

Samotné použití spotových úrokových měr však pouze odstraní reinvestiční problém, ale nedokáže kalkulovat pro jednotlivé roky různou úrokovou míru. Za účelem stanovení diferencovaných úrokových měr je nutné provést dílčí přepočet ze spotových úrokových měr na implicitní termínové úrokové míry platné od období i na počet období j (1 rok) prostřednictvím níže uvedeného vztahu:⁶⁷

$${}_i f_j = \sqrt[j]{\frac{(1 + S_{i+j})^{i+j}}{(1 + S_i)^i}} - 1$$

kde: S_i spotová úroková míra platná pro období i
 ${}_i f_j$ implicitní termínová úroková míra platná od období i na počet období $j = 1$

Pro přepočet nákladů vlastního kapitálu dle konkrétního zadlužení oceňovaného podniku je možné využít celou řadu reagenčních funkcí lišících množstvím předpokladů za kterých je daná funkce korektní, s čímž jde ruku v ruce složitost jejich sestavení. V oceňovací praxi a odborné literatuře je nejvíce používána základní funkce Miller – Modigliani se zohledněním vlivu daňového štítu, mající následující podobu:⁶⁸

$$n_{VK(z)t} = n_{VK(n)} + (n_{VK(n)} - n_{CK}) * \frac{CK_{t-1}}{VK_{t-1}} * (1 - d)$$

kde: $n_{VK(z)t}$ zadlužené náklady vlastního kapitálu v roce t
 CK_{t-1} úročený cizí kapitál k počátku roku t
 VK_{t-1} tržní hodnota vlastního kapitálu k počátku roku t

⁶⁶ MAŘÍK, M a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, s. 297.

⁶⁷ Tamtéž, s. 290.

⁶⁸ Tamtéž, s. 187.

Praktická část

9 Ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o.

9.1 Předmět ocenění

Pro účely této práce se za předmět ocenění rozumí **stanovení hodnoty 100% podílu** ve společnosti Tank ONO, s.r.o., IČ: 483 65 289, se sídlem Domažlická 160, 318 04 Plzeň, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Plzni, oddíl C, vložka 3926.

9.2 Účel ocenění

Účelem tohoto ocenění je **nalezení tržní hodnoty obchodního závodu Tank ONO, s.r.o.** (dále také jako „Společnost“) pro hypotetického investora za předpokladu odprodeje Společnosti v budoucnu.

Hodnotou obchodního závodu se zde rozumí ocenění na úrovni vlastníků podniku, tedy hodnota netto na úrovni vlastního kapitálu.

9.3 Datum ocenění (rozhodné datum)

Za rozhodné datum stanovení tržní hodnoty Společnosti je považováno datum 31. prosince 2014.

9.4 Identifikace Společnosti k datu ocenění

Obchodní firma:	Tank ONO, s.r.o.
Den zápisu:	20. května 1993
Identifikační číslo:	483 65 289
Sídlo:	Domažlická 160, 318 04 Plzeň
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Základní kapitál:	1 000 000,- Kč
Předmět podnikání:	- Provozování čerpacích stanic s palivy a mazivy - Hostinská činnost - Směnárenská činnost - Plnění tlakových nádob na technické plyny - Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

9.5 Vlastnická struktura Společnosti a majetkové účasti

K datu ocenění má obchodní závod Tank ONO, s.r.o. dva společníky, vykonávající souvisle funkci statutárního orgánu. Podnik rovněž nedisponuje k datu ocenění žádnými majetkovými účastmi v jiných podnicích.

Společník/jednatel: Ing. PETR ONDRA, dat. nar. 9. května 1965
Kyšická 497/37, Újezd, 312 00 Plzeň

Vklad: 500 000,- Kč

Obchodní podíl: 50 %

Společník/jednatel: Ing. JIŘÍ ONDRA, dat. nar. 22. července 1962
Hrádecká 425/73, Újezd, 312 00 Plzeň

Vklad: 500 000,- Kč

Obchodní podíl: 50 %

9.6 Historie a předmět činnosti Společnosti

Společnost byla založena v roce 1993 v Plzni třemi společníky, Ing. Petrem Ondrou, Ing. Jirím Ondrou a Radomilem Němcem za účelem provozování nízkonákladových čerpacích stanic pro prodej PHM a maziv. První čerpací stanice byla otevřena v roce 1994 v Plzni v ulici Domažlická. Do roku 2000 podnik disponoval dvěma čerpacími stanicemi a myčkou osobních a nákladních automobilů v Nýřanech. Vzhledem ke strategii extrémně nízkých (diskontních) cen, došlo v průběhu let 2000-2014 k markantnímu rozšíření počtu čerpacích stanic, kdy jejich celkový počet k rozhodnému dni činí 35 se záběrem téměř celé České republiky.

Historický vývoj Tank ONO, s.r.o. dle jednotlivých let a zakoupených či pronajatých čerpacích stanic znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 7: Historický vývoj Tank ONO, s.r.o. k 31. 12. 2014

1993	Vznik firmy	2006	ČS Chlumeck u Ústí nad Labem, Jihlava, Trutnov, Jindřichův Hradec
1994	Čerpací stanice Domažlická - Plzeň	2007	ČS Vysoké Mýto, Havraň u Mostu, Kolaje u Poděbrad, Ústí n.L. - Božtěšická
1997	Čerpací stanice Nýřany	2008	ČS Praha - Dolní Měcholupy, Kbelnice, Havlovice, Mělník, Krupá u Rakovníka
1999	Myčka os. a nákl. Automobilů - Nýřany	2009	Čerpací stanice Dolní Dvořiště I a II
2001	Čerpací stanice Studentská - Plzeň	2010	ČS Církvice, Sukorady, Podolí u Písku a Planá nad Lužnicí
2002	Čerpací stanice Sokolov	2011	Čerpací stanice Spytihněv, Mošnov
2003	Čerpací stanice Teplice	2012	ČS Kojetice - Tůmovka, Cvikov, Chomutov - Přechaply
2004	Čerpací stanice Cheb	2013	ČS Zádveřice u Zlína, Popovice u Brna
2005	Čerpací stanice Milovice u Hořic	2014	ČS Roudnice n.L., Vysokov u Náchoda

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Společnost se ke dni ocenění řadí k jednomu z největších sítí čerpacích stanic v České republice z hlediska roční výtoče pohonných hmot, tedy prodeje paliv v přepočtu na litry. Mimo prodeje pohonných hmot a maziv poskytuje rovněž celou řadu dodatečných služeb, mezi které lze zařadit např. mycí služby, prodej autodoplňků, rychlé občerstvení/restaurace či směnářské služby. V posledním sledovaném roce Společnost zaměstnávala celkem 419 zaměstnanců a vykázala tržby v hodnotě 14,7 miliardy Kč, což podnik řadí do prestižního žebříčku Deloitte Central Europe Top 500⁶⁹, agregující 500 největších společností střední a východní Evropy dle obratu.

⁶⁹ DELOITTE CENTRAL EUROPE. Top 500 Central Europe 2013 [online]. 2013 [cit. 19. června 2016]. Dostupné na: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/ce-top500-2013.pdf>>.

10 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti Tank ONO, s.r.o. je zpracována za období od 31. 12. 2010 do 31. 12. 2014 (dále také „sledované období“) na základě účetních výkazů v plném rozsahu, dostupných v rámci výročních zpráv Společnosti. Účetní období je analogické s kalendářním rokem.

Cílem finanční analýzy je jednak ohodnocení finančního zdraví Společnosti a poskytnutí východisek pro výběr oceňovací metody, jednak vytvoření zdůvodněného podkladu pro finanční plán podniku. Komplexním výstupem je poté především výrok o perspektivnosti podniku a rizicích spojených s finančním hospodařením v případě, že jsou identifikovány v této oblasti výrazné nedostatky či přednosti.

10.1 Analýza účetní politiky

Audit účetních závěrek společnosti Tank ONO, s.r.o. prováděla ve všech sledovaných letech podnikající fyzická osoba Ing. Jarmila Zouharová Ph.D., přičemž byl shledán bez výhrad, tedy věrně zobrazující stav a pohyb majetku a jiných aktiv, závazků, jiných pasiv a výsledků hospodaření v příslušném účetním období. Veškeré informace tedy lze považovat za pravdivé a plně v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb. o účetnictví ve znění pozdějších předpisů, včetně prováděcí vyhlášky č. 500/2002 Sb. a českých účetních standardů.

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek – podnik ztotožňuje účetní a daňové odpisy, díky čemuž jsou v příslušných odpisových plánech použity odpisové sazby dle zákona o daních z příjmu (§30-32) platné k datu zařazení dlouhodobého majetku. Účetní odpisy dlouhodobého nehmotného majetku jsou rovněž určeny dle zákona o dani z příjmu – rovnoměrné odepisování, tedy i zde jsou účetní odpisy analogické s daňovými.

Nakupované zásoby – s ohledem na způsob pořízení jsou tyto zásoby oceněny na úrovni pořizovacích cen, tedy cen pořízení a vedlejších pořizovacích nákladů, kam Společnost zahrnuje především dopravu pohonných hmot (dále také „PHM“).

Zásoby vytvořené vlastní činností – jsou oceněny prostřednictvím vlastních nákladů, tedy nákladů přímých a kalkulací či stanovením nepřímých nákladů.

Drobný dlouhodobý majetek – při pořízení tohoto majetku je zařazen na účet 112 („Materiál na skladě“), přičemž při zařazení do užívání je odepsán na účet 501 („Spotřeba materiálu“).

Opravné položky a oprávky – výše je stanovena dle zákona o rezervách č. 593/1992 Sb. par. 8a.

10.2 Analýza účetních výkazů

Analýza sestává z vertikální a horizontální analýzy tří základních účetních výkazů, tedy z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow za sledované období, tj. za roky 2010-2014.

10.2.1 Analýza rozvahy

V rámci analýzy rozvahy je hodnocena jednak struktura aktiv a zdrojů jejich financování, jednak základní tendence, které se v těchto oblastech u oceňované Společnosti projevují. Horizontální a vertikální analýza, včetně rozvahy v plném rozsahu jsou součástí přílohové části této práce.

Tabulka 8: Rozvaha ve zkráceném rozsahu za sledované období (v tis. Kč)

ROZVAHA [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	609 097	731 576	762 701	861 085	859 485
Dlouhodobý majetek	134 217	147 994	140 529	181 159	204 897
% Aktiv celkem	22%	20%	18%	21%	24%
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 194	1 020	1 370	1 382	1 602
Dlouhodobý hmotný majetek	133 023	146 974	139 159	179 777	203 295
Oběžná aktiva	473 249	581 781	620 265	678 043	652 683
% Aktiv celkem	78%	80%	81%	79%	76%
Zásoby	51 626	76 932	120 665	163 540	141 122
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	75	89
Krátkodobé pohledávky	334 225	396 563	358 274	363 195	323 623
Krátkodobý finanční majetek	87 398	108 286	141 326	151 233	187 849
Časové rozlišení	1 631	1 801	1 907	1 883	1 905
% Aktiv celkem	0,27%	0,25%	0,25%	0,22%	0,22%
PASIVA CELKEM	609 097	731 576	762 701	861 085	859 485
Vlastní kapitál	82 303	108 731	111 953	111 627	138 277
% Pasiv celkem	14%	15%	15%	13%	16%
Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	100	100	100	100	100
Výsledek hospodaření minulých let	56 386	81 202	107 631	110 853	110 527
Výsledek hospodaření běžného úč. období	24 817	26 429	3 222	-326	26 650
Cizí zdroje	526 793	622 845	650 738	749 448	721 208
% Pasiv celkem	86%	85%	85%	87%	84%
Dlouhodobé závazky	357 841	384 996	413 692	464 200	464 200
Krátkodobé závazky	168 952	237 849	237 046	285 248	257 008
Časové rozlišení	1	0	10	10	0
% Pasiv celkem	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní zpracování

Bilanční suma Společnosti vykazuje dlouhodobý konzistentní růst z 609 097 tis. Kč v roce 2010 až na 859 485 tis. Kč k 31. 12. 2014, přičemž tento pozitivní trend je determinován jednak výrazným růstem dlouhodobých aktiv, jednak růstem aktiv oběžných, zejména pak prostřednictvím růstu zásob.

Nejvýznamnějšího relativního nárůstu bylo dosaženo na úrovni dlouhodobého majetku, což se pozitivně odráží v rostoucím relativním podílu tohoto majetku na bilanční sumě v posledních letech na úkor aktiv oběžných. Struktura dlouhodobého majetku nevykazuje v průběhu sledovaného období výraznější změny, kdy téměř 99 % tvoří dlouhodobý hmotný majetek, konkrétně pozemky a stavby náležící přímo vlastněným čerpacím stanicím a samostatné movité věci a soubory movitých věcí související s prodejem pohonných hmot. Jedná se zejména o stojany čerpacích stanic a jiné příslušenství potřebné k zajištění podnikatelské činnosti s dobou použitelnosti delší než jeden rok a pořizovací cenou vyšší než 40 tis. Kč v jednotlivých případech.

Nárůst dlouhodobého hmotného majetku o téměř 53 % v rámci sledovaného období je zapříčiněn především investicemi do nových čerpacích stanic, kdy mezi léty 2011 až 2014 došlo k jejich navýšení z 26 na 35, avšak je třeba upozornit na skutečnost, že převážná většina z 9 nových čerpacích stanic je uvedena do provozu v pronajatých prostorách. Většina investiční aktivity je tak zřejmě prováděna prostřednictvím technického zhodnocení na pronajatém nemovitém majetku.

Oběžná aktiva Společnosti se během celého sledovaného období skládala především ze zásob, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku, přičemž v posledních dvou sledovaných letech podnik vykazoval rovněž pohledávky dlouhodobého charakteru z titulu odložené daňové povinnosti, které však vykazují zanedbatelné hodnoty. Stejně jako u dlouhodobého majetku dochází v průběhu sledovaného období k markantním meziročním nárůstům oběžných aktiv v absolutních hodnotách, avšak v relativním vyjádření dochází během posledních let k poklesům na úkor investiční činnosti Společnosti, kdy ke konci sledovaného období tvoří cca 76% podíl bilanční sumy.

Nejmarkantnější položkou oběžných aktiv byly po celé sledované období krátkodobé pohledávky, pohybující se relativně stabilně v průměru okolo 350 mil. Kč ročně a sestávající především z pohledávek z obchodních vztahů. Určitá výše pohledávek je evidována rovněž na poskytnutých zálohách a daňových pohledávkách vůči státu, jejichž výše je však značně volatilní a minoritní.

Druhou nejvýznamnější položkou oběžných aktiv je krátkodobý finanční majetek, tvořený z hotovostních peněz a především z peněz na bankovních účtech. Tento fragment oběžných aktiv vykazuje vysokou dynamiku růstu, kdy v průběhu sledovaného období došlo k více jak 110% nárůstu, což souvisí jednak s předmětem prodeje, kdy je velká část plateb za pohonné hmoty placena v okamžiku nákupu a nikoli na fakturu, jednak s nárůstem počtu čerpacích stanic o téměř 50%.

Nejdynamičtěji rostoucí složkou oběžných aktiv jsou však zásoby, jejichž téměř 170% nárůst mezi léty 2010-2014 je rovněž důsledek dynamického rozvoje sítě čerpacích stanic Společnosti. Z hlediska struktury zásob je naprostá většina evidována v položce zboží v podobě nakoupených a dále prodávaných pohonných hmot, přičemž podnik eviduje rovněž zanedbatelnou výši materiálu v hodnotě okolo 800 tis. Kč k datu ocenění, kam je v souladu s účetní politikou podniku účtován pořízený drobný dlouhodobý majetek (viz kap. 2.1).

Z hlediska pasiv podnik disponuje dlouhodobě relativně stabilní kapitálovou strukturou, kdy jsou aktiva Společnosti kryta z téměř 85 % prostřednictvím cizích zdrojů a jedná se tak na první pohled o relativně rizikovou, avšak ustálenou kapitálovou strukturu bez jakýchkoli růstových či klesajících tendencí. Je však třeba brát v potaz, že Společnost během celého sledovaného období nedisponuje žádným zpoplatněným cizím kapitálem včetně kapitálu explicitně neuvedeného v rozvaze (např. finanční leasing). Kapitálová struktura tedy na jednu stranu vykazuje určitou rizikovost, na druhé straně jsou však téměř veškeré závazky z obchodní činnosti podniku, tedy explicitně neúročené a veškeré investiční aktivity jsou plně financovány z vlastních zdrojů.

Cizí kapitál byl v průběhu sledovaného období tvořen pouze dlouhodobými a krátkodobými závazky, což koresponduje s výše uvedeným faktem, že Společnost k datu ocenění nedisponuje žádným explicitně úročeným cizím kapitálem. Dlouhodobé závazky jsou z převážné většiny tvořeny položkou jiné závazky, kam podnik účtuje závazky z obchodních vztahů a investičních aktivit s dobou splatnosti delší jak jeden rok. V letech 2011 až 2012 bylo rovněž v rámci dlouhodobých závazků účtováno o odloženém daňovém závazku v hodnotách okolo 3 mil. Kč.

Krátkodobé závazky jsou tvořeny zejména ze závazků ke společníkům, závazků z obchodních vztahů a krátkodobých přijatých záloh za pohonné hmoty. Ohledně závazků ke společníkům lze pravděpodobně spatřovat jejich původ v poskytnutých neúročených půjčkách od společníků a původ krátkodobých přijatých záloh za pohonné hmoty vyplývá pravděpodobně z trhu B2B, kdy speditérské a dopravní firmy odebírají větší množství PHM a je třeba skládat zálohu. Společnost k datu ocenění rovněž eviduje určitou výši závazků ze SZP, závazků za daň z příjmu a dohadných účtů pasivních.

Vlastní kapitál podniku byl po celé sledované období v kladných hodnotách s dynamicky rostoucím trendem, kde hlavním determinantem tohoto růstu je výsledek hospodaření běžného účetního období (EAT), potažmo výsledek hospodaření minulých let, který je každoročně navyšován právě o EAT minulého roku a v průběhu sledovaného období narostla jeho hodnota až o 96 %. Výsledek hospodaření za účetní období byl během všech let, vyjma roku 2013 vykázan v kladných hodnotách pohybujících se k datu ocenění okolo 27 mil. Kč a v každém roce plně reinvestován, tj. společníkům nebyly vypláceny žádné podíly na zisku.

10.2.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

V rámci analýzy výkazu zisku a ztráty je opět hodnocena jednak struktura jednotlivých položek v relativním vyjádření vztaženém k celkovým tržbám, jednak je analyzován vývoj těchto položek a jejich dlouhodobé trendy a to ve vztahu k tvorbě výsledků hospodaření na jeho jednotlivých úrovních, tj. provozní, finanční a celkové, popř. mimořádné. Horizontální a vertikální analýza, včetně výkazu zisku a ztráty v plném rozsahu jsou součástí přílohové části této práce.

Tabulka 9: Výkaz zisku a ztráty za sledované období (v tis. Kč)

VÝSLEDOVKA [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	9 782 123	12 033 659	13 430 767	13 498 747	14 679 396
Náklady na prodané zboží	9 545 459	11 795 527	13 199 979	13 278 009	14 398 756
Obchodní marže	236 664	238 132	230 788	220 738	280 640
% Tržeb celkem	2,4%	2,0%	1,7%	1,6%	1,9%
Výkony	21 366	24 952	24 915	24 614	28 782
Výkonová spotřeba	45 869	46 371	46 227	48 905	48 127
Přidaná hodnota	212 161	216 713	209 476	196 447	261 295
% Tržeb celkem	2,2%	1,8%	1,6%	1,5%	1,8%
Osobní náklady	94 695	101 856	113 986	120 666	125 981
Daně a poplatky	122	551	116	334	602
Odpisy dlouhodobého majetku	15 918	18 617	19 361	18 692	19 253
Tržby z prodeje dl.majetku a materiálu	45	50	0	0	420
Změna stavu rezerv a OP	11 275	1 520	-11 617	379	5 453
Ostatní provozní výnosy	2 381	2 275	3 123	7 492	3 272
Ostatní provozní náklady	2 050	1 723	14 951	1 759	1 560
Provozní VH	90 527	94 771	75 802	62 109	112 138
% Tržeb celkem	0,9%	0,8%	0,6%	0,5%	0,8%
Výnosové úroky	39	45	44	10	5
Ostatní finanční výnosy	6 123	16 484	15 038	17 904	10 186
Ostatní finanční náklady	65 403	78 977	87 392	84 957	90 788
Finanční VH	-59 241	-62 448	-72 310	-67 043	-80 597
% Tržeb celkem	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Daň z příjmů za běžnou činnost	6 782	6 901	1 374	-3 567	5 390
VH za běžnou činnost	24 504	25 422	2 118	-1 367	26 151
Mimořádné výnosy	696	1 243	1 363	1 041	1 089
Mimořádné náklady	251	0	0	0	383
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	132	236	259	0	207
VH z mimořádné činnosti	313	1 007	1 104	1 041	499
VH za účetní období	24 817	26 429	3 222	-326	26 650
% Tržeb celkem	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,2%

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní zpracování

Společnost Tank ONO s.r.o. je obchodní firmou prodávající pohonné hmoty koncovým spotřebitelům a není tak žádným překvapením, že nejvýznamnější výnosovou položkou jsou ve všech sledovaných letech tržby za prodej zboží, tvořící více jak 99 % veškerých výnosů podniku. Celkové tržby⁷⁰ vykazují dlouhodobě vysoce rostoucí a dynamický trend, dosahující v posledním sledovaném roce až 10% meziroční nárůst. V průběhu sledovaného období však celkové tržby vzrostly z cca 9,8 mld. Kč v roce 2010 na 14,7 mld. Kč v roce 2014, což představuje nárůst zhruba o 50 %. V porovnání s odvětvím Společnost dosahuje v oblasti prodejů a celkových tržeb extrémně nadprůměrných hodnot, přičemž svého „obratově“ nejbližšího konkurenta (Lukoil) převyšuje více jak dvojnásobně, což je důsledek extrémně nízkých marží vyplývajících z cenové politiky podniku.

Druhou nejvýznamnější výnosovou položku představují výkony, konkrétně tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, jejichž zdrojem je především hostinská a směnárská činnost, které Společnost provozuje v rámci svých čerpacích stanic jako rozšíření svých služeb. Tyto výkony však představují na celkových tržbách zcela minoritní podíl, dosahující stabilně hodnot okolo 0,2 %.

Nejmarkantnější nákladovou položkou jsou po celé sledované období náklady na prodané zboží, udržující si relativně stabilní podíl na celkových tržbách okolo 98 % s lehce rostoucím a dosahující absolutních hodnot okolo 14,4 mld. k datu ocenění. Díky tomu náklady na prodané zboží rostly za sledované období o téměř jeden procentní bod rychleji než tržby a přidaná hodnota tak navzdory silnému růstu tržeb vzrostla ve sledovaném období pouze o 23% z cca 212 mil. Kč na cca 261 mil. Kč.

Významnou nákladovou položkou, související přímo s provozem podniku jsou tradičně osobní náklady, jejichž trend je v průběhu sledovaného období konzistentně rostoucí z 94,7 mil. Kč v roce 2010 na téměř 126 mil. Kč v roce 2014. Příčinou však není růst mezd, nýbrž postupný nárůst počtu zaměstnanců v čase, související s rostoucím počtem provozovaných čerpacích stanic. Průměrná měsíční mzda se dlouhodobě pohybuje okolo 19 tis. Kč na zaměstnance.

Z nákladových položek je dále třeba uvést výkonovou spotřebu, kam jsou účtovány zejména energie a zaplacené nájemné za pronajaté čerpací stanice, případně ostatní finanční náklady ve formě kurzových ztrát, vznikajících v důsledku volatility kurzu české koruny. Kurzové ztráty jednoznačně poukazují na fakt, že Společnost nakupuje ve velké míře pohonné hmoty od zahraničních dodavatelů.

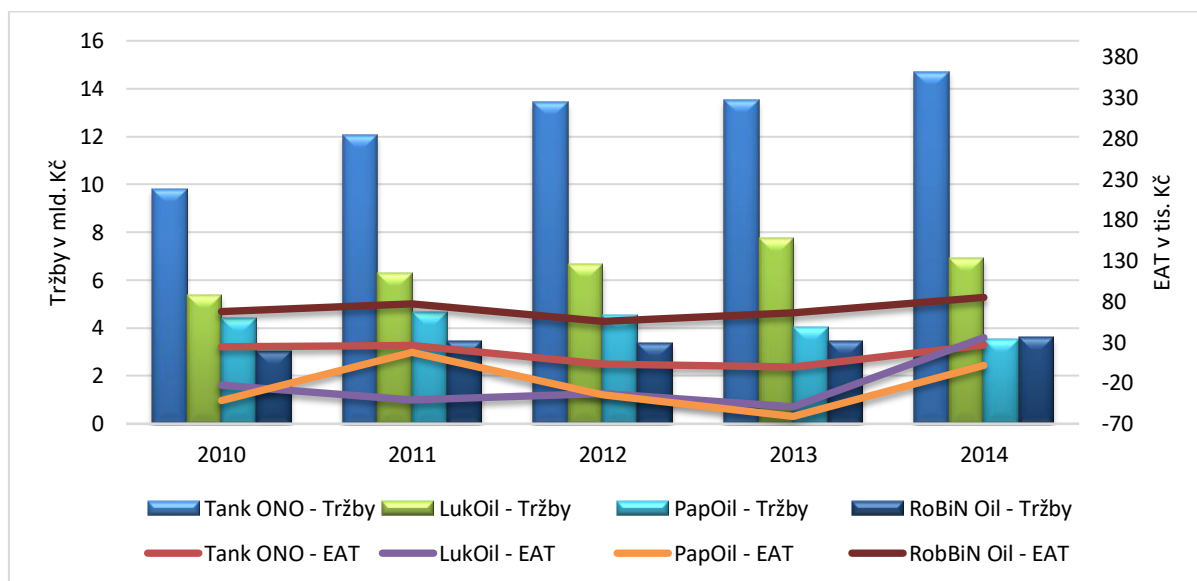
Provozní výsledek hospodaření vykazoval ve všech sledovaných letech hodnoty v kladných číslech s klesajícím trendem, kdy mezi léty 2010-2013 došlo ke snížení provozního výsledku hospodaření cca o 16 %. V roce 2014, tj. k rozhodnému datu se však situace stabilizovala a Společnost vykázala meziroční nárůst provozního zisku o téměř 80 %, na cca 112 mil. Kč.

⁷⁰ Tržby celkem = Tržby za prodej zboží + Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb

Finanční výsledek hospodaření dosahoval během celého sledovaného období silně záporných hodnot, způsobených ostatními finančními náklady, resp. kurzovými ztrátami v důsledku oslabení koruny při nákupu pohonných hmot ze zahraničí.

Celkový výsledek hospodaření v prvních dvou sledovaných letech vzrostl z 24,5 mil. Kč na 25,5 mil. Kč v důsledku silného meziročního nárůstu tržeb. V letech 2012 a 2013 naopak výsledek hospodaření silně poklesl, což bylo zapříčiněno příliš pomalým růstem tržeb v souvislosti s ostatními náklady souvisejícími především s rozvojem sítě čerpacích stanic (výkonová spotřeba - nájem, osobní náklady). Souvisle s tím docházelo v těchto letech k nárůstu nákladovosti tržeb a poklesu marže z přidané hodnoty z cca 2 % v roce 2011 na 1,7 % na 1,6% v letech 2012 a 2013. Pokles tedy nastal především na úrovni provozního výsledku hospodaření, který nedokázal plně pokrýt kurzové ztráty (finanční výsledek hospodaření) a Společnost ke konci roku 2013 vykázala lehkou ztrátu v hodnotě 326 tis. Kč. V posledním sledovaném roce se však situace značně zlepšila, kdy marže z přidané hodnoty opět vzrostla na původní 2 %, což v souvislosti se silně rostoucími tržbami přineslo nejvyšší provozní a celkový výsledek hospodaření (26 650 tis. Kč) za sledované období. Následující graf znázorňuje prostorové a časové srovnání tržeb a výsledku hospodaření za účetní období.

Graf 1: Vývoj tržeb a EAT – prostorové a časové srovnání



Zdroj: vlastní zpracování

V porovnání s konkurencí je evidentní již zmiňovaný převis celkových tržeb Společnosti, jehož trend je navíc dynamicky rostoucí v čase. Tendence k navyšování tržeb je však v odvětví značně ojedinělá, spíše lze mluvit o určité stabilizaci, případně mírném poklesu v čase než o dynamickém růstu. V těchto aspektech je tedy oceňovaný podnik jednoznačně nejsilnější s tím, že lze tento trend předpokládat i do budoucna.

Z grafu je však evidentní, že navzdory absolutně nejvyšším tržbám dosahuje Společnost spíše průměrných zisků na úrovni EAT, což poukazuje na velmi nízkou rentabilitu, resp. marže v porovnání s konkurencí, kdy nejvyšších zisků dosahuje ve všech letech společnost RoBiN Oil. Na druhé straně je však třeba upozornit, že převážná většina čerpacích stanic v České republice je dlouhodobě významně ztrátová – z grafu LukOil a PapOil.

10.2.3 Analýza výkazu peněžních toků

Analýza cash flow by měla dopomoci především k celkovému pochopení příčin získávání a použití peněžních prostředků Společnosti v členění na oblast provozní, investiční a finanční a zjištění, do jaké míry odpovídá výsledek hospodaření z běžné činnosti před zdaněním skutečně generovaným peněžním prostředkům v daném účetním období.

Tabulka 10: Výkaz peněžních toků za sledované období (v tis. Kč)

VÝKAZ CASH FLOW [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014
Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	89 070	87 397	108 286	141 326	151 233
Účetní VH z běžné činnosti před zdaněním	31 286	32 323	3 493	-4 934	31 541
Úpravy o nepeněžní operace	27 251	21 454	17 798	20 344	23 805
Změna pracovního kapitálu	-59 540	-42 590	-102	3 061	27 310
Ostatní (úroky, daň z příjmu, mimořádný VH)	-3 946	-6 110	-4 949	2 758	-3 469
CASH FLOW - PROVOZNÍ ČINNOST	-4 949	5 077	16 240	21 229	79 188
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-23 456	-32 394	-11 896	-59 322	-42 993
Příjmy z prodeje stálých aktiv	45	50	0	0	420
CASH FLOW - INVESTIČNÍ ČINNOST	-23 411	-32 344	-11 896	-59 322	-42 573
Změna stavu dlouhodobých popřípadě krátkodobých závazků - finanční činnost	26 688	48 155	28 696	48 000	0
Výplata podílů na zisku	0	0	0	0	0
CASH FLOW - FINANČNÍ ČINNOST	26 688	48 155	28 696	48 000	0
CASH FLOW - CELKEM	-1 672	20 888	33 040	9 907	36 615
Stav peněžních prostředků na konci účetního období	87 398	108 286	141 326	151 233	187 849

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní zpracování

Peněžní tok z provozní činnosti Společnost v průběhu sledovaných let konzistentně navyšuje, přičemž v posledním sledovaném roce dosáhl hodnot okolo 79 mil. Kč, což znamenalo rekordní meziroční nárůst o více jak 270 %. Příčinou růstu je přiměřený vývoj čistého pracovního kapitálu v souvislosti s výsledkem hospodaření, kdy podnik v posledních letech výši pracovního kapitálu stabilizoval a příliš neinvestoval a to i navzdory značnému růstu výsledku hospodaření z běžné činnosti v posledním roce. Příčinou vysokého cash flow v roce 2014 je tak především vysoký výsledek hospodaření z běžné činnosti a dezinvestice v oblasti pracovního kapitálu.

S ohledem na rozvoj sítě čerpacích stanic však dochází k velkému odlivu peněžních prostředků v investiční oblasti a cash flow z investiční činnosti tak dosahuje po celé sledované období záporných hodnot, přičemž investiční aktivita v čase spíše narůstá. Do cash flow z finanční činnosti se nejmarkantněji promítá změna dlouhodobých závazků a neúročené krátkodobé půjčky od společníků. Společnost zároveň v průběhu celého sledovaného období nevyplácí žádný podíl na zisku a vše je reinvestováno. Cash flow z finanční činnosti tak dosahuje dlouhodobě kladných a vysokých hodnot.

Celkový peněžní tok v průběhu sledovaných roků, vyjma roku 2013, kdy bylo investováno velké množství finančních prostředků právě do rozvoje sítě čerpacích stanic (investiční činnost) a došlo tak ke značnému propadu celkového cash flow. V následujícím roce však podnik v důsledku dezinvestic pracovního kapitálu vykázal absolutně nejvyšší provozní cash flow, které dokázalo plně pokrýt investiční aktivitu Společnosti v tomto roce. V roce 2014 tak došlo k vykázání rekordní výše peněžního toku v hodnotě cca 36,6 mil. Kč, což navýšilo stav peněžních prostředků Společnosti na téměř 188 mil. Kč.

10.3 Analýza poměrových ukazatelů

Pro účely posouzení finančního zdraví podniku je dále nutné v návaznosti na absolutní ukazatele provést kvantifikaci a zhodnocení tzv. poměrových ukazatelů, jakožto další metodický prvek aparátu finanční analýzy. Pro účely ocenění Společnosti jsou analyzovány a hodnoceny ukazatele rentability, aktivity, krátkodobé likvidity a dlouhodobé finanční rovnováhy a to ve vztahu k času (trendy) a prostoru, tedy ve srovnání s konkurencí v daném odvětví.

Konkurenční podniky pro prostorové srovnání byly vybrány zejména z hlediska srovnatelné velikosti, resp. rozsahu sítě čerpacích stanic k datu ocenění. Vzhledem k tomu, že se Společnost z hlediska počtu provozovaných čerpacích stanic řadí k menším subjektům, byli pro komparaci vybráni následující konkurenti: LUKOIL Czech Republic s.r.o., PAP OIL s.r.o., RoBiN OIL s.r.o.

10.3.1 Ukazatele rentability

V rámci rentability Společnosti docházelo v průběhu sledovaného období k degresivnímu vývoji většiny ukazatelů, což je důsledek klesajícího zisku, především v letech 2012 a 2013, kdy v souvislosti s rostoucími dodatečnými náklady na rozvoj sítě čerpacích stanic nedocházelo k dostatečnému nárůstu tržeb a sekundárně tak docházelo k poklesu rentability téměř na všech úrovních. Příčinu je třeba hledat v samotné cenové strategii nízkých cen, kdy se Společnost i přes rostoucí ceny ropy a pohonných hmot snažila udržet své ceny na přijatelných úrovních na úkor marží.

Z konkurenčního srovnání obchodních marží je zřejmé, že podnik dosahuje značně podprůměrných hodnot, pohybujících se k datu ocenění okolo 2 % a představující při průměrné ceně PHM 36,2 Kč/l (rok 2014) absolutní marži okolo 70 haléřů z litru PHM. V případě konkurence průměrná obchodní marže k datu ocenění pohybuje okolo 7 %, což představuje v porovnání s oceňovaným podnikem značný rozdíl. Paradoxní však je, že s ohledem na značně nadprůměrnou obratovost aktiv a vysokou finanční páku, dokázal podnik své komplexnější rentability (ROA, ROE) dostat na úroveň konkurence, v případě rentability vlastního kapitálu dokonce i podnik značně překonal odvětvové průměry. Rentabilita vlastního kapitálu byla z velké části ovlivněna již zmiňovaným vysokým zadlužením podniku, přičemž se jedná výhradně o explicitně neúročený kapitál, díky čemuž je možné předpokládat pozitivní vliv pákového ukazatele.

Tabulka 11: Ukazatele rentability – časové a prostorové srovnání

Tank ONO						Lukoil				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ROA	5,21%	4,59%	0,64%	-0,45%	3,75%	1,66%	-0,54%	-0,32%	-1,94%	7,88%
ROS	0,25%	0,22%	0,02%	0,00%	0,18%	-0,42%	-0,65%	-0,50%	-0,63%	0,52%
r_k	5,84%	5,51%	0,75%	-0,55%	4,34%	1,69%	-0,63%	-0,37%	-2,16%	8,11%
ROE	30,15%	24,31%	2,88%	-0,29%	19,27%	-4,01%	-10,36%	-9,13%	-15,74%	10,26%
Marže	2,41%	1,97%	1,72%	1,63%	1,91%	8,01%	6,96%	6,11%	5,62%	7,30%
PapOil						RobinOil				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ROA	-9,57%	4,62%	-12,63%	-6,26%	0,18%	6,53%	6,89%	4,62%	5,27%	6,58%
ROS	-0,95%	0,38%	-0,76%	-1,51%	0,05%	2,23%	2,23%	1,65%	1,91%	2,36%
r_k	-	100,60%	-	-6,38%	0,18%	5,50%	6,06%	4,07%	4,64%	5,58%
ROE	-	130,73%	-	-8,01%	0,23%	5,58%	6,01%	4,14%	4,71%	5,69%
Marže	5,17%	4,05%	3,41%	5,06%	5,88%	7,93%	7,26%	6,21%	6,38%	6,87%

Zdroj: vlastní zpracování

Je však třeba upozornit na značné problémy ziskovosti celého odvětví, jelikož 2 ze 4 analyzovaných firem vykazují markantní každoroční ztrátu a dosahují tak záporných hodnot rentability. Podobná situace se však opakuje u celé řady konkurentů, kdy v důsledku kontinuálního růstu cen ropy a pohonných hmot od roku 2010 došlo k utlumení poptávky a vykazování ztráty. Oceňovaná společnost se však vlivem své cenové politiky a značného odbytu do ztráty propadla pouze v roce 2013, přičemž v následujícím roce cena ropy začala klesat a situace se na trhu do jisté míry stabilizovala.

10.3.2 Ukazatele aktivity

V souvislosti s rostoucí výtočí PHM, extrémní vytižeností a rozvojem sítě čerpacích stanic Tank ONO, dosahuje oceňovaný podnik značně nadprůměrných hodnot v oblasti obratovosti zásob, potažmo celkových aktiv. Jak již bylo analyzováno v kap. 2.3.1, podnik uplatňuje filosofii nízkých cen a ztrátu na maržích pohonných hmot v rámci odvětví kompenzuje extrémně vysokým objemem prodaných PHM, což podniku v konečné fázi zajišťuje solidní rentabilitu.

Doba obratu zásob však v průběhu sledovaného období narůstá od 1,97 dne v roce 2010 až na 3,57 dne v roce 2014. Tento negativní vývoj, kdy tempo růstu tržeb je nižší než tempo růstu zásob lze částečně vysvětlit značným rozvojem sítě čerpacích stanic, avšak je zde evidentní určitý růst neefektivnosti využívání zásob. Hlavní příčinu markantního růstu zásob je však třeba hledat v alarmujícím růstu cen ropy během sledovaného období a potažmo pohonných hmot, kdy Společnost vytváří značné zásoby v případě takto negativní predikce. Tuto příčinu dokládá i fakt, že v roce 2014, kdy ceny ropy prudce klesly, došlo k poklesu zásob Společnosti.

Určité problémy je však možné spatřovat v odběratelsko-dodavatelských vztazích, kdy podnik vykazuje ve všech sledovaných letech kladných obchodní deficit, tj. doba splatnosti krátkodobých pohledávek převyšuje dobu splatnosti krátkodobých závazků. Z prostorové analýzy navíc jednoznačně vyplývá, že Společnost má v tomto směru oproti

konkurenci značné nedostatky, neboť žádná z analyzovaných firem kladný obchodní deficit nevykazovala. Tento problém vyplývá zejména z velmi špatné platební morálky dopravních podniků, odebírajících od Společnosti pohonné hmoty, což by podnik mohlo v budoucnu dostat do druhotné platební neschopnosti.

Tabulka 12: Ukazatele aktivity ve sledovaném období

	Tank ONO					Lukoil				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Obrat aktiv	16,10	16,48	17,64	15,71	17,11	4,01	4,80	5,47	6,37	6,47
Doba obratu zásob	1,97	2,38	3,33	4,49	3,57	7,26	6,76	4,94	4,31	4,23
Prům. doba splatnosti kr. pohledávek	12,44	12,00	9,72	9,80	8,03	6,64	8,25	6,52	7,53	6,15
Prům. doba splatnosti kr. závazků	6,37	7,27	6,48	7,74	6,44	18,45	23,79	15,36	11,47	11,46
	PapOil					RobinOil				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Obrat aktiv	10,89	12,03	16,20	4,22	3,78	2,36	2,44	2,27	2,23	2,26
Doba obratu zásob	10,39	9,15	10,38	0,05	0,14	9,38	8,00	7,34	8,32	6,57
Prům. doba splatnosti kr. pohledávek	15,24	17,66	10,24	7,95	8,50	3,88	4,06	3,65	3,37	2,63
Prům. doba splatnosti kr. závazků	33,70	29,00	23,89	17,63	18,12	5,29	11,76	13,02	12,67	7,23

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost se však tento problém snaží již delší dobu řešit podstatným zkrácením doby splatnosti svých faktur na cca 7 dní (cca 4 krát do měsíce), včetně zkrácení doby potřebné na vyfakturování odběratelů. Díky této nové odběratelsko-dodavatelské politice docházelo v průběhu období k podstatnému snížení průměrné doby splatnosti krátkodobých pohledávek, kdy k datu ocenění činila již pouhých 8 dní (12,44 dne v roce 2010). S ohledem na průměrnou stabilní splatnost krátkodobých závazků Společnosti v horizontu 7 dní, dochází během sledovaného období k postupnému snižování obchodního deficitu. Zároveň je třeba zdůraznit, že platební morálka podniku vůči svým dodavatelům je v porovnání s odvětvím značně nadprůměrná.

10.3.3 Ukazatele likvidity

V případě komparace s odvětvím je evidentní, že Společnost dosahuje v oblasti likvidity nadprůměrných hodnot na všech úrovních, což je jednak důsledek vysokých hodnot krátkodobých pohledávek, velkého množství peněžních prostředků a dostatečného cash flow, jednak relativně nízkých krátkodobých závazků, poněvadž velká část cizích zdrojů je vykazována jako dlouhodobá. Nadprůměrná likvidita je registrována i v případě srovnání s obecně doporučenými hodnotami. Je však třeba brát v potaz zejména rostoucí tendenci peněžní likvidity v čase, což značí rychlejší růst peněžních prostředků (cash flow) v porovnání s růstem dluhů a určitou kumulaci peněžních prostředků na bankovních účtech a v pokladně. V porovnání s odvětvím však lze usuzovat obvyklou peněžní likviditu na úrovni hodnoty 0,1.

V průběhu sledovaného období však dochází k markantním změnám v oblasti struktury oběžných aktiv resp. pracovního kapitálu, kdy roste podíl zásob a krátkodobého finančního majetku na úkor krátkodobých pohledávek, což prohlubuje rozdíly zejména mezi běžnou a rychlou likviditou, přičemž rozdíl je způsoben především nejméně likvidními aktivy pracovního kapitálu, zásobami (viz kap. 2.3.2).

S ohledem na značně rostoucí velikost zásob v souvislosti s růstem cen ropy a velmi vysokou peněžní likviditu v porovnání s konkurencí lze soudit, že Společnost disponuje v těchto oblastech nadbytečnými kapacitami.

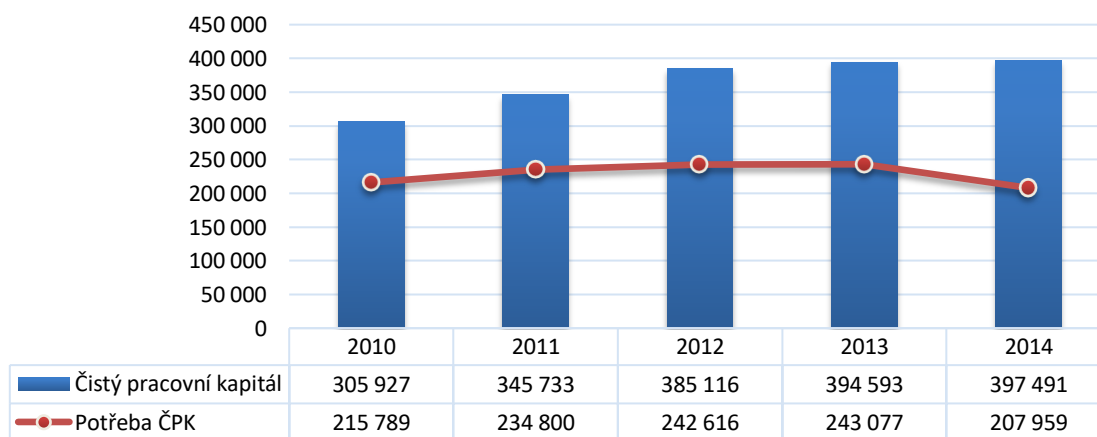
Tabulka 13: Ukazatele likvidity ve sledovaném období

Tank ONO						Lukoil				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita	2,80	2,45	2,62	2,38	2,54	0,80	0,63	0,77	1,12	1,09
Rychlá likvidita	2,50	2,12	2,11	1,80	1,99	0,44	0,37	0,47	0,76	0,74
Peněžní likvidita	0,52	0,46	0,60	0,53	0,73	0,07	0,01	0,03	0,09	0,19
PapOil						RobinOil				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita	0,88	0,95	0,92	1,31	1,42	12,70	6,10	6,33	6,75	11,86
Rychlá likvidita	0,59	0,65	0,51	1,31	1,42	10,98	5,44	5,78	6,11	10,98
Peněžní likvidita	0,14	0,04	0,08	0,85	0,94	10,20	5,08	5,49	5,83	10,59

Zdroj: vlastní zpracování

Oceňovaný podnik tedy dosahuje v oblasti likvidity velmi pozitivních hodnot a v porovnání se srovnatelnými konkurenty (menší čerpací stanice) dosahuje druhých nejlepších výsledků po společnosti RobinOil, držící na svých účtech neúměrně vysoké množství peněžních prostředků a dosahující extrémních hodnot likvidity na všech úrovních.

Graf 2: Analýza čistého pracovního kapitálu (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

V rámci analýzy likvidity je třeba rovněž analyzovat výši čistého pracovního kapitálu (dále také „ČPK“) a jeho potřebu, přičemž z grafu 2 je zřejmé, že Společnost generovala v průběhu všech sledovaných let dostatek ČPK s konzistentně rostoucím trendem. Rozdíl mezi absolutní výší ČPK a jeho potřebou navíc v průběhu let roste v důsledku zrychlujícího se obrátového cyklu peněz, zejména pak v roce 2014 došlo k jeho poklesu na pouhých 5 dní.

10.3.4 Ukazatele zadluženosti

Celková zadluženost se ve sledovaném období pohybovala v průměru okolo 85 %, což již bylo částečně řešeno při analýze pasivní části rozvahy. Při prvním pohledu na kapitálovou strukturu podniku je evidentní, že struktura je na jednu stranu poměrně riziková, neboť v sobě váže velké množství cizího kapitálu, na druhou stranu však neváže žádný explicitně zpoplatněný cizí kapitál, nýbrž krátkodobé a dlouhodobé závazky vzniklé z podnikatelské činnosti Společnosti. Nelze tedy fakticky mluvit o jakémkoli kvantifikovatelném finančním riziku, poněvadž podnik nedisponuje žádnými fixními platbami za používání cizích zdrojů a investiční aktivita Společnosti je financována plně ve vlastní režii.

Absence zpoplatněného cizího kapitálu je rovněž zřetelná z ukazatele úrokového krytí, který je ve sledovaném období nulový, resp. ho není možné sestrojit, poněvadž podnik nedisponuje žádnými nákladovými úroky.

Doba splácení dluhů dosahuje v prvním sledovaném roce zápornou hodnotu v souvislosti se záporným provozním cash flow. V ostatních letech tento ukazatel systematicky klesá, zejména prostřednictvím meziročního růstu provozního cash flow. K datu ocenění tak doba splácení dluhů činila téměř 5 a půl dne.

Vlastní kapitál kryje zhruba ze 70 % dlouhodobý majetek, přičemž na základě analýzy čistého pracovního kapitálu bylo zjištěno, že dlouhodobý kapitál převyšuje dlouhodobý majetek a kryje tak částečně oběžná aktiva. Vzhledem k tomu, že vlastní kapitál kryje pouze část dlouhodobých aktiv, nedochází zde ke vstupu vlastního kapitálu do čistého pracovního kapitálu, čímž je splněno tzv. pari pravidlo a nedochází tak k ne hospodárnostem, poněvadž vlastní kapitál je pro krytí oběžných aktiv příliš drahý.

Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období

	Tank ONO					Lukoil				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost	86,49%	85,14%	85,32%	87,04%	83,91%	57,42%	68,78%	64,39%	66,75%	65,82%
Úrokové krytí	-	-	-	-	-	0,52	-0,20	-0,15	-0,85	2,95
Doba splácení dluhů	-88,8	86,5	27,1	20,7	5,5	5,2	5,5	12,9	14,3	10,5
Krytí Dl. Maj VK	0,61	0,73	0,80	0,62	0,67	0,58	0,44	0,43	0,40	0,51
	PapOil					RobinOil				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost	100,34%	95,70%	106,67%	20,13%	18,54%	4,94%	9,14%	9,38%	8,98%	5,74%
Úrokové krytí	-13,96	-	-	-	-	338,60	-	-	-	-
Doba splácení dluhů	139,6	205,7	-9,2	1,0	0,2	-4,4	-2,1	-3,7	-4,5	-5,7
Krytí Dl. Maj VK	-0,09	0,40	-5,48	1,10	1,12	1,61	1,67	1,79	1,83	1,92

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky je evidentní, že z hlediska kapitálové struktury neexistuje téměř žádný jednoznačný trend odvětví, který by udával nějakou obvyklou úrokovou míru, typickou pro danou branži. Z dostupných údajů se však lze domnívat, že podniky provozující čerpací stanice vykazují v průměru vyrovnanější kapitálovou strukturu, lehce inklinující k vyššímu zapojení cizích zdrojů a tím i vyšší zadluženosti. Jedná se však pouze o jakýsi průměr, jehož rozptyl je znatelný a relevantnost tak nízká. V sektoru velkých čerpacích stanic (Benzina, OMV, Shell), opět převládá více méně vyrovnaná kapitálová struktura, což pouze potvrzuje závěry vyplývající z menších (srovnatelných) čerpacích stanic.

10.4 Ekonomická přidaná hodnota (EVA) – Test tvorby hodnoty

S ohledem na jeden ze základních cílů finanční analýzy, kterým je posouzení tvorby hodnoty podniku a vyslovení se ohledně splnění going concern principu, považuje Zhotovitel za účelné, zařadit do finanční analýzy rovněž test tvorby hodnoty založený na konceptu ekonomického zisku pro vlastníky (EVA equity).

Náklady vlastního kapitálu byly stanoveny expertním odhadem ze stránek prof. Damodarana.⁷¹ Vychází se zde v jednotlivých letech ze zadlužených nákladů vlastního kapitálu pro odvětví **Oil/Gas Distribution**, upravených rizikovou premií země (ČR).

Tabulka 15: Tvorba hodnoty - EVA (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Earnings after Taxes (EAT)	24 817	26 429	3 222	-326	26 650
VK (t-1)	57 485	82 303	108 731	111 953	111 627
ROE	43,17%	32,11%	2,96%	-0,29%	23,87%
nVK (USA)	7,71%	7,90%	7,68%	7,65%	7,12%
Riziková premie země (ČR)	1,35%	1,28%	1,28%	1,28%	1,05%
nVK (ČR)	9,06%	9,18%	8,96%	8,93%	8,17%
SPREAD	0,34	0,23	-0,06	-0,09	0,16
Ekonomická přidaná hodnota (v tis. Kč)	19 609	18 874	-6 520	-10 323	17 530

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky je patrné, že podnik vykazoval v prvních dvou sledovaných letech kladný spread, neboli tzv. ekonomickou rentabilitu, a souvisle s tím relativně srovnatelnou ekonomickou přidanou hodnotou okolo 19 mil. Kč. V důsledku markantních propadů výsledků hospodaření v letech 2012 a 2013 zapříčiněných především růstem cen ropy a utlumení poptávky, vykázal podnik při zahrnutí veškerých ekonomických nákladů záporný spread a zápornou ekonomickou přidanou hodnotu v obou sledovaných letech, a to v podstatně vyšších hodnotách (-6,5 a -10,3 mil. Kč) oproti účetnímu výsledku hospodaření.

V posledním sledovaném roce však došlo k oživení trhu s pohonnými hmotami v důsledku markantního poklesu cen ropy a obnovení rentability Společnosti na všech úrovních, včetně ekonomické rentability (spreadu), dosahující 16 %. Podnik tak začal opět tvořit hodnotu pro vlastníky a EVA dosahovala v roce 2014 hodnoty 17 530 tis. Kč.

⁷¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

10.5 Syntetické ukazatele

S ohledem na charakter podniku byl jakožto syntetický ukazatel finančního zdraví vybrán index IN05, disponující algoritmem vhodným přímo pro české prostředí.

10.5.1 Index IN05

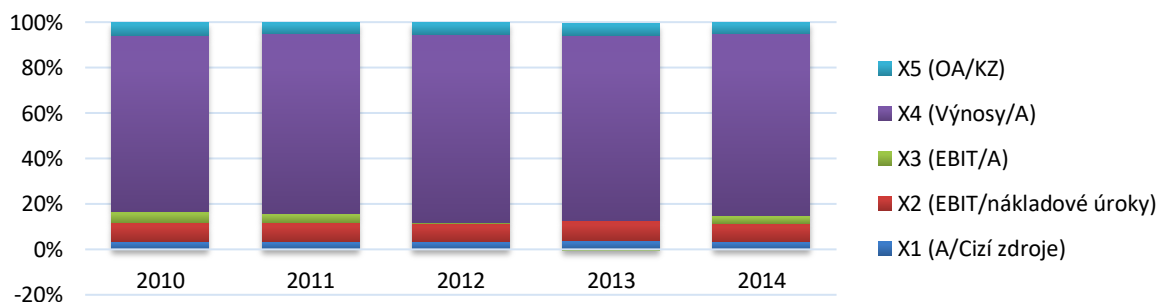
Tabulka 16: Index IN05 ve sledovaném období

Váha	Ukazatel	2010	2011	2012	2013	2014
0,13	X_1 (Aktiva celkem/Cizí zdroje)	1,16	1,17	1,17	1,15	1,19
0,04	X_2 (EBIT/Nákladové úroky)	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
3,97	X_3 (EBIT/Aktiva celkem)	0,05	0,05	0,01	0,00	0,04
0,21	X_4 (Výnosy/Aktiva celkem)	16,11	16,51	17,67	15,74	17,13
0,09	X_5 (Oběžná aktiva/Krátkodobé záv.)	2,80	2,45	2,62	2,38	2,54
	IN05	4,35	4,38	4,48	4,01	4,49

Zdroj: vlastní zpracování

Finanční situace se dle použitého indexu jeví jako výrazně dobrá, poněvadž se Společnost dlouhodobě pohybuje v průměru na hodnotách okolo 4,4, nacházející se vysoko nad hranicí šedé zóny a patřící tak jednoznačně do pásma prosperity. Takto vysokých hodnot je dosaženo především díky extrémně vysoké obrátkovosti aktiv (rychlý odbyt PHM), dále pak úrokovému krytí (absence nákladových úroků) a nadprůměrně vysoké běžné likviditě. Slabších hodnot je naopak dosaženo v oblasti rentability, konkrétně ROA (X_3) a celkové zadluženosti (X_1). Z dílčích analýz však vyplývá, že rentabilita na vyšších úrovních (ROA, ROE) je v daném odvětví spíše nadprůměrná, jelikož převážná většina čerpacích stanic se pohybuje na hranici ziskovosti a celá řada vykazuje vysokou kumulovanou ztrátu. Z hlediska zadluženosti podniku sice dochází k nadprůměrnému a rizikovějšímu využití cizích zdrojů, na druhé straně se však jedná pouze o nezaplatněný cizí kapitál, vycházející z podnikatelské činnosti a tudíž podstatně méně rizikový.

Graf 3: Strukturální pohled na index IN05



Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu je na první pohled evidentní dominantní postavení ukazatele X_4 , tedy obrátu aktiv, souvisejícího s intenzitou prodeje PHM. Z dílčích analýz rovněž vyplynulo, že hodnoty tohoto ukazatele jsou vysoce nadprůměrné, v některých případech až čtyřnásobné. Určitou část hodnoty indexu rovněž tvoří úrokové krytí a běžná likvidita, avšak v porovnání s obratovostí aktiv je jejich podíl na celkovém výsledku zanedbatelný.

10.6 Zhodnocení finanční analýzy

Provedená finanční analýza byla provedena za období 2010 až k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014, charakterizující hospodaření Společnosti.

Z hlediska majetku vykazovala největší podíl oběžná aktiva, zaujímající k datu ocenění téměř 76% celkových aktiv. Jednalo se primárně o krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, dále zásoby a nadprůměrně vysoké hodnoty peněžních prostředků. Dlouhodobý majetek je tvořen především stavbami, pozemky a samostatnými movitými věcmi v podobě stojanů čerpacích stanic a jiného příslušenství. Velkou část na dlouhodobém hmotném majetku tvoří odepisované technické zhodnocení na pronajatých čerpacích stanicích.

V souvislosti s low-cost cenovou politikou dosahuje Společnost dlouhodobě velmi nízkých marží, pohybujících se v absolutních hodnotách do 1 Kč/litr PHM. Tato problematika je zásadní v oblasti rentability, kdy podnik navzdory vysoce podprůměrným maržím disponuje průměrnou až lehce nadprůměrnou provozní rentabilitou (ROA) a rentabilitou pro vlastníky (ROE), což je zapříčiněnou extrémní vytížeností čerpacích stanic a velkou obrátkovostí zásob, potažmo celkových aktiv. Průměrná roční výtoč pohonných hmot na benzínkách Tank ONO je tak několikanásobně vyšší v porovnání s konkurencí, a to i přes méně atraktivní lokality.

Likvidita na všech úrovních dosahovala vysoce nadprůměrných hodnot jak v porovnání s konkurencí, tak s doporučovými hodnotami. Běžná a rychlá likvidita se drží v průměru na podobných úrovních, avšak peněžní likvidita relativně dynamicky roste v souvislosti s vysokým a rostoucím cash flow, které podnik generuje a drží na bankovních účtech, což poukazuje na určitou konzervativnější finanční strategii podniku.

Určitá konzervativnost je také zjevná z analýzy čistého pracovního kapitálu, který navzdory jeho, v poslední době stagnující a lehce klesající potřebě, stále velmi dynamicky roste a hodnoty potřeby ČPK převyšuje ve všech sledovaných letech. Tento konzervativní styl financování je sice méně rizikový, avšak z hlediska rentability neefektivní.

Kapitálová struktura podniku na první pohled nejeví žádné známky konzervativního financování, poněvadž cizí zdroje tvoří k datu ocenění téměř 84 % pasiv, avšak při bližší analýze je zřejmé, že podnik nedisponuje žádným zpoplatněným cizím kapitálem a většina cizích zdrojů pochází z činnosti podniku. Nízké případně nulové zapojení zpoplatněného cizího kapitálu však není v daném odvětví ojedinělý jev, což je však u převážné většiny velkých čerpacích stanic důsledek transakcí mezi spřízněnými osobami a využíváním např. vnitroskupinového cash pooling pro financování.

Test tvorby hodnoty prokázal, že Společnost ve většině sledovaných let tvořila hodnotu pro vlastníky na relativně stabilní úrovni okolo 18-19 mil. Kč, vyjma let 2012 a 2013, kdy vlivem rostoucích vstupních nákladů a dynamického rozvoje sítě čerpacích stanic došlo k ničení hodnoty podniku. Ekonomická přidaná hodnota byla ve všech sledovaných letech primárně ovlivněna vypočtenou „ekonomickou“ rentabilitou.

Na základě syntetického ukazatele bylo finanční zdraví Společnosti vyhodnoceno jako dlouhodobě vysoce nadprůměrné a ve všech sledovaných letech byl podnik zařazen do pásma prosperity bez jakýchkoli náznaků ohrožení jeho existence. V posledním sledovaném roce navíc v důsledku rostoucího obrátu aktiv, likvidity a obnovení rentability došlo k vykázání historicky nejlepších hodnot daného indexu na úrovni 4,49.

Závěry z provedené finanční analýzy jednoznačně poukazují na velmi dobré finanční zdraví Společnosti a posílení finanční kondice zejména v posledním sledovaném roce, kdy došlo k silnému nárůstu tržeb a výsledku hospodaření na historické maximum, doprovázející dostatečnou ekonomickou přidanou hodnotou a celkovou rentabilitou podniku.

Na základě všech výše uvedených skutečností a bez předpokladu významnějších rizik v budoucnosti lze zdůvodněně předpokládat dlouhodobou existenci Společnosti a naplnění principu going-concern.

11 Strategická analýza

11.1 Analýza vnějšího potenciálu

11.1.1 Charakteristika trhu

Počátky petrolejářského průmyslu ve světě sahají až do roku 1859, kdy byl v Pensylvánii skutečně první ropný vrt za účelem získání nové suroviny pro svícení, přičemž následně na to započalo v USA a Rusku velké množství nových vrtů. V souvislosti s průmyslovou revolucí a vynálezem spalovacího motoru v druhé polovině 19. století, se nejdůležitějším produktem ropy stala motorová paliva, jejichž získávání probíhá destilací. Na základě výše uvedených skutečností, došlo v této době k dynamickému rozvoji rafinérií, přičemž v roce 1887 vzniklo také na území dnešní České republiky hned několik prvních podniků na zpracování ropy. V roce 1897 došlo k sestrojení prvního diesellového motoru a takřka ve stejném roce v Americe započal automobilový průmysl, čímž došlo k masivnímu využití ropy jako pohonných hmot.

První zmínky o čerpacích stanicích u nás přicházejí z přelomu 19. a 20. století, kdy Český klub motocyklistů v království českém odhlasoval návrh na zřízení stanic na doplnění paliva pro své členy. Stanice byly situovány u vybraných lékárníků, hokynářů či hoteliérů, odebírající PHM od rafinérie v Kolíně. V meziválečném období došlo k markantnímu nárůstu počtu čerpacích stanic, tehdy již v režii distribučních společností či živnostníků, kdy těsně před ruhou světovou válkou bylo evidováno zhruba 5 800 provozoven. Zprvu se jednalo o mobilní výdejní stojany PHM, později se přešlo ke statickým čerpacím stanicím s nádržemi v zemi. První stacionární čerpací stanice v tehdejší Československu byla vybudována v roce 1923 na náměstí Republiky a patřila společnosti Bratři Zikmundové („dnešní Benzina“), tehdejší jedničky na trhu. Tato společnost rovněž v roce 1938 zavedla koncept takových čerpacích stanic, jaké známe dnes. V současné době na trhu operuje téměř 7 013 čerpacích stanic s celkovou výtočí okolo 5,7 mil. tun pohonných hmot ročně, z nichž však pouze 3 792 je veřejných, zbytek je neveřejných (pro vlastní potřebu vlastníka) či s vymezeným přístupem (smluvní partneři ČS).

Čerpací stanice PHM v České republice distribuují motoristům v převážné většině motorové benzíny s různým oktanovým číslem a motovou naftu, dále také LPG či paliva s větším obsahem biosložek jako např. bionafta (B100) či směsná motorová nafta (B30). Nabízeno je rovněž palivo Ethanol E85 jako směs 85% ethanolu a 15 % Naturalu 95.

V souvislosti s relativně silným konkurenčním bojem na poli distribuce pohonných hmot, došlo v posledních letech k několika důležitým akvizicím čerpacích stanic, kdy se na trhu postupně „vykristalizovalo“ k datu ocenění **5 nejvýznamnějších společností**, ovládající v souhrnu přibližně 50 % relevantního trhu.

Pro potřeby strategické analýzy však bude analyzováno mimo oceňovaného podniku **celkem 8 nejvýznamnějších konkurentů** dle vykázaných tržeb se souhrnným zastoupením na relevantním trhu okolo 70 % a to především z důvodu srovnatelnosti a větších rozdílů ve finanční situaci mezi menšími a většími sítěmi čerpacích stanic:

Tabulka 17: Nejvýznamnější společnosti relevantního trhu k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014

1.	Benzina, s.r.o.	6.	Eni Česká republika, s.r.o. (Agip) ⁷²
2.	Shell Czech Republic a.s.	7.	LUKOIL Czech Republic s.r.o. (součástí Skupiny MOL)
3.	Tank ONO, s.r.o.	8.	PAP OIL, s.r.o. (součástí Skupiny MOL)
4.	OMV Česká republika, s.r.o.	9.	RoBiN OIL s.r.o.
5.	Čepro a.s. (ČS. Euro Oil)		

Zdroj: vlastní zpracování

Veškeré výše uvedené čerpací stanice jsou zařazené do segmentu standardních vícedruhových veřejných čerpacích stanic, prodávající běžné kapalné pohonné hmoty, případně určitý dodatečný sortiment ve formě LPG či biopaliv. Tento typ provozoven v České republice absolutně převažuje (73 %), avšak nezanedbatelný podíl tvoří rovněž jednodruhové čerpací stanice s prodejem motorové nafty či provozovny se samostatným prodejem LPG, které jsou v souvislosti s životním prostředím podporované státem.

Výroba pohonných hmot a zpracování ropy je v České republice výhradně zajišťována prostřednictvím společnosti Česká Rafinérská a.s., jejímž většinovým vlastníkem je k datu ocenění společnost UNIPETROL, a.s. Ropa je touto společností zpracovávána v rafinériích v Litvínově a Kralupech nad Vltavou, přičemž zpracováváná ropa je dovezena do ČR třemi společnostmi: Shell ČR, Eni ČR a UNIPETROL RPA. Společnost UNIPETROL, a.s. však nevlastní kapacity pro distribuci pohonných hmot, přičemž pro tuto činnost využívá státní společnosti ČEPRO a.s. a MERO ČR a.s., vlastníci ropovody Družba a IKL na území ČR. Pohonné hmoty jsou tak v rámci ČR v převážné většině distribuovány jednotlivým čerpacím stanicím právě společností ČEPRO a.s., vlastníci potřebné produktovody, železniční a automobilové cisterny či nákladní vozy uzpůsobené pro přepravu PHM.

11.1.2 Kvalitativní vymezení relevantního trhu

Mezi nabízené produkty společnosti Tank ONO patří především pohonné hmoty, konkrétně Natural 91, Natural 95, Natural 98, Ethanol E85, Diesel, Diesel s aditivu, AdBlue a LPG, včetně olejů a maziv. Mimo výše uvedené Společnost nabízí velké množství služeb, především v oblasti restaurátérství, směnárství a mytí (mycí linky osobních aut a cisteren). V provozovnách jsou dále prodávány autodoplňky, poskytováno je rovněž huštění pneumatik, vysavač či sprchy a WC. Z uvedených skutečností vyplývá primární zaměření (core business) Společnosti na prodej motorové nafty a motorových benzinů s různým oktanovým číslem.

Vymezení relevantního trhu **z geografického hlediska** směřuje na oblast celé České republiky, poněvadž oceňovaný podnik disponuje celkem 35 čerpacími stanicemi, pokrývajícími téměř celý tuzemský trh. Převážná většina provozoven (29) je však situována v Čechách, s největším zastoupením v Ústeckém, Středočeském a Jihočeském kraji. Zbylých šest čerpacích stanic je alokováno zejména ve východní a jihovýchodní části Moravy.

Zákazníky Společnosti jsou především koncoví spotřebitelé na trzích B2C (maloobchod), přičemž pomocí své politiky nízkých cen Společnost získává rovněž

⁷² Předpokládána akvizice skupinou MOL v roce 2015

odběratele v podobě dopravních a speditérských firem, tedy částečně operuje rovněž na trzích B2B (velkoobchod). Pohonné hmoty v provozovnách Tank ONO čerpají spotřebitelé nejrůznějších příjmových skupin bez ohledu na low-cost pojetí Společnosti, díky čemuž nelze identifikovat typického spotřebitele.

Konkurenční pojetí a vymezení relevantního trhu již bylo blíže rozebráno při obecné charakteristice relevantního trhu v kap. 11.1.1, kde společnost Tank ONO, s.r.o. je součástí TOP 5 (dle celkových tržeb) čerpacích stanic v České republice, které ovládají téměř 50 % relevantního trhu.

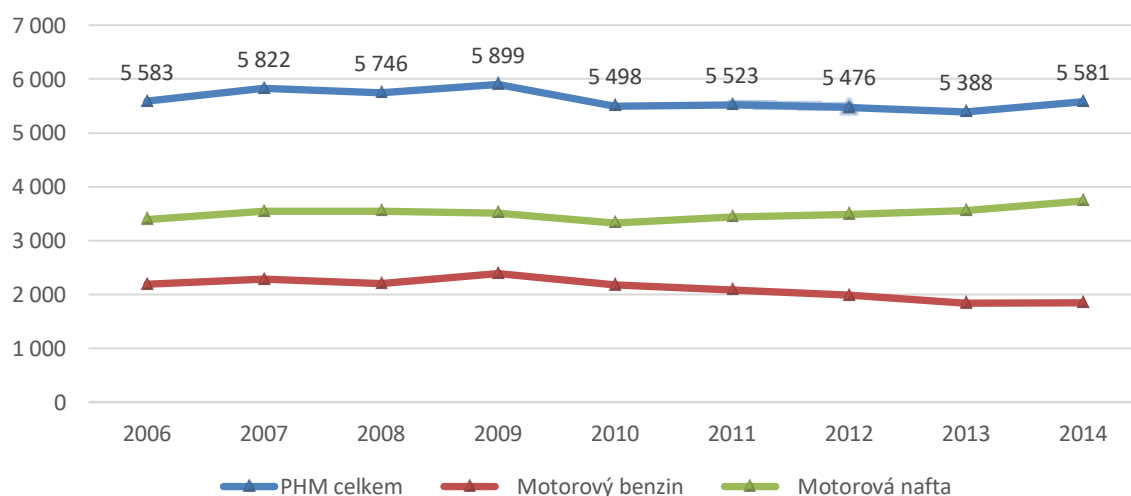
Za relevantní trh společnosti Tank ONO, s.r.o. lze při zohlednění výše uvedených skutečností považovat maloobchodní trh s pohonnými hmotami (motorová nafta, motorový benzín), distribuovaný koncovým spotřebitelům prostřednictvím čerpacích stanic na území celé České republiky.

11.1.3 Kvantitativní vymezení relevantního trhu

V návaznosti na kvalitativní vymezení relevantního trhu, je třeba tento trh určitým způsobem kvantifikovat a to v návaznosti na distribuovaný produkt, tedy motorový benzín a motorovou naftu. Vymezení trhu je provedeno na dvou úrovních, kdy je trh nejprve kvantifikován ve fyzických jednotkách (litry) a následně v jednotkách peněžních prostřednictvím průměrné ceny za PHM.

Pro kvantifikaci trhu ve fyzických jednotkách bylo vycházeno z dat o celkových dodávkách základních petrolejářských výrobků (motorového benzinu a motorové nafty) na tuzemský trh (včetně čistého exportu) při zohlednění změny stavu zásob z výročních zpráv České asociace petrolejářského průmyslu a obchodu (ČAPPO). V návaznosti na takto vypočtenou spotřebu byl zohledněn podíl připadající na distribuci jednotlivých druhů PHM prostřednictvím sítí čerpacích stanic, dostupný ze Zpráv o evidenci čerpacích stanic vydávaných Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky.

Graf 4: Kvantitativní vymezení relevantního trhu ve fyzických jednotkách (mil. litrů)



Zdroj: ČAPPO, MPO, vlastní zpracování

Je však třeba upozornit, že výše uvedené kvantitativní vymezení relevantního trhu, je kalkulováno na úrovni spotřeby pohonných hmot (výtoče) v režii veškerých čerpacích stanic na území České republiky, tj. veřejných, neveřejných a čerpacích stanic s vymezeným přístupem.

Vymezení trhu v peněžních jednotkách je po výše uvedené kvantifikaci trhu ve fyzických jednotkách provedeno jako součin již vypočtené spotřeby PHM očištěné o roční výtoč neveřejných čerpacích stanic, výtoči motorové nafty a motorových benzinů na veřejných⁷³ čerpacích stanicích v daném roce, a průměrné spotřebitelské ceny PHM v daném roce, dostupné z bilančních přehledů Ropa a ropné produkty poskytovaného Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky. Z metodického hlediska pro účely této práce průměrná spotřebitelská cena PHM kvantifikována jako jednoduchý aritmetický průměr spotřebitelských cen dvou nejpoužívanějších paliv, tj. bezolovnatého benzínu Natural 95 a motorové nafty.

Tabulka 18: Kvantitativní vymezení relevantního trhu v peněžních jednotkách

	Spotřeba PHM v ČR (tis. litrů)	Spotřeba PHM v ČR očištěná o neveřejné ČS (tis. litrů)	Průměrná cena PHM (Kč/litr)	Tržby v ČR (tis. Kč)	Tempo růstu
2006	5 583 337	3 821 137	29,28	111 882 897	X
2007	5 822 428	4 068 148	29,11	118 403 442	5,8%
2008	5 746 377	4 005 297	31,03	124 284 366	5,0%
2009	5 898 782	4 161 002	26,63	110 786 689	-10,9%
2010	5 497 503	3 764 343	31,16	117 278 112	5,9%
2011	5 522 821	3 822 661	34,42	131 556 871	12,2%
2012	5 475 915	3 766 515	36,57	137 741 461	4,7%
2013	5 388 107	3 672 107	36,14	132 709 954	-3,7%
2014	5 580 512	3 859 892	36,24	139 863 187	5,4%

Zdroj: ČAPPO, MPO, vlastní zpracování

Spotřeba pohonných hmot ve fyzických jednotkách (před očištěním) vykazuje dlouhodobě relativně stabilní trend, pohybující se v absolutních hodnotách okolo 5,6 mld. litrů a vykazující lehce rostoucí tendenci v posledním sledovaném roce (+ 3,6%), což je důsledek znatelného poklesu cen PHM v posledním čtvrtletí (z tabulky není zřetelné). Markantnější pokles spotřeby ve fyzických jednotkách (-6,8%), byl zaznamenán pouze v roce 2010 vlivem silného růstu cen, kdy průměrná cena za litr PHM vzrostla z 26,63 Kč/litr na 31,16 Kč/litr.

Ze strukturálního hlediska dlouhodobě převládá spotřeba motorové nafty, tvořící k datu ocenění téměř 67% podíl na celkové výtoči PHM čerpacích stanic v České republice a mající od roku 2010 konzistentně rostoucí tendenci. Pro srovnání, v roce 2006 byl podíl motorové nafty na celkové výtoči necelých 61 %, tedy o cca 6 procentních bodů nižší.

⁷³ Zde pro zjednodušení: veřejné ČS = veřejné ČS + ČS s vymezeným přístupem

Relevantní trh vymezený v peněžních jednotkách vykazuje v porovnání s fyzickou spotřebou PHM převážně rostoucí tendenci v průměrných meziročních nárůstech okolo 6 %. V posledním sledovaném roce došlo k meziročnímu nárůstu 5,4 % na hodnotu téměř 140 mld. Kč, přičemž v průběhu sledovaných let došlo k téměř 25% nárůstu celkových tržeb relevantního trhu, tj. v roce 2006 byla hodnota pouchých cca 112 mld. Kč. Tento markantní nárůst relevantního trhu v peněžních jednotkách je zapříčiněn zejména nárůstem průměrných cen pohonných hmot, což koresponduje s faktem, že trh ve fyzických jednotkách je více méně dlouhodobě stabilní.

Průměrnou cenu PHM jako hlavní determinant vývoje relevantního trhu v peněžních jednotkách dokládá i fakt, že korelační koeficient mezi oběma proměnnými dosahuje hodnot cca 0,955. Trh ve fyzických jednotkách je však s průměrnou cenou PHM naopak korelován záporně cca -0,748. Z vývoje relevantního trhu v peněžních jednotkách tak lze vydedukovat relativně neelastickou poptávku na trhu PHM.

11.1.4 Analýza atraktivity trhu

Dalším krokem strategické analýzy je posouzení atraktivity trhu, resp. pokusit se o určitou kvantifikaci relativní míry této atraktivity, která by sloužila jako jedna z podpůrných vstupních veličin při prognóze vývoje trhu potažmo tržního podílu. Z metodického hlediska je analýza atraktivity trhu provedena na bázi 9 kritérií, jimž je přiřazena váha 1 až 3 a jsou obodována na škále 0-6.

Tabulka 19: Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3		x						3
Průměrná rentabilita	2	x							0
Bariéry vstupu	1					x			5
Možnosti substituce	1					x			4
Citlivost na konjunkturu	1					x			4
Struktura zákazníků	2							x	12
Vlivy prostředí	1		x						1
Celkem	16								47
Maximální počet bodů	96								
Dosažený počet bodů	47								
Hodnocení	49%								

Růst trhu – (3 body z 6)

S ohledem na dlouhodobý relativně stabilní vývoj spotřeby PHM ve fyzických jednotkách a vysoce nadprůměrnou hustotu čerpacích stanic na území České republiky lze konstatovat, že tuzemský maloobchodní trh prodeje PHM je téměř nasycen. Poněkud odlišný trend vykazuje relevantní trh v peněžním vyjádření, jehož vývoj je dlouhodobě rostoucí právě díky průměrnému růstu spotřebitelských cen PHM ve sledovaném období. Na konci roku 2014 však došlo ke strmému pádu cen ropy, přičemž většina analýz (futures), včetně měsíční analýzy OPEC se shoduje na pokračujících nízkých cenách ropy i v budoucnu. Do budoucna se tedy předpokládá spíše stabilizovaný vývoj trhu bez významnějších růstových tendencí.

Velikost trhu – (5 bodů z 6)

Za relevantní trh oceňovaného podniku je uvažována celá Česká republika bez zahraničních účastí. V souvislosti s low-cost cenovou politikou podniku však není možné vyloučit ani exportní možnosti, resp. expanzi do zahraničí. Zároveň je třeba brát v úvahu velmi vysoký obrát (celkové tržby) daného odvětví, který k datu ocenění činí souhrnu téměř 140 mld. Kč.

Intenzita přímé konkurence – (1 bod z 6)

Velký počet firem na trhu, extrémně hustá síť čerpacích stanic a odchod mnoha velkých firem (Aral, Esso, Jet) způsobuje vysoce konkurenční prostředí, mající velký vliv na cenu a marže pohonných hmot.

Průměrná rentabilita – (0 bod z 6)

Na základě souhrnných dat z Českého statistického úřadu – vybrané finanční ukazatele dle NACE Rev.2 bylo zjištěno, že průměrná rentabilita tržeb odvětví CZ-NACE 47.3 – Maloobchod s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách, dosahuje dlouhodobě nejnižších hodnot v celém odvětví českého maloobchodu, pohybujících se v posledním dostupném roce 2012 dokonce v záporných hodnotách, přičemž již od roku 2010 je konvergence k téměř nulovým hodnotám zřetelná. Rovněž vypočtená relativní obchodní marže dosahuje velmi nízkých hodnot okolo 6-7 %, což je vzhledem k průměrné marži maloobchodu okolo 23 % (rok 2012) opět nejnižší hodnota v celém maloobchodním segmentu.

Bariéry vstupu – (4 bodů z 6)

Vstupu do odvětví brání zejména extrémní nasycenost trhu, velmi silné konkurenční prostředí a minimální ziskové marže. V současné době již téměř neexistují lokality, kde by bylo možné novou čerpací stanicí postavit „na zelené louce“. Rozšiřování a posilování tržní pozice jednotlivých společností je tedy prováděno zejména odkupy menších soukromých čerpacích stanic, za které současní velcí konkurenti dokáží velmi dobře zaplatit. Vstup na relevantní trh tak navíc vyžaduje relativně vysokou kapitálovou investici.

Možnosti substituce – (4 body z 6)

Trh s pohonnými hmotami v širším slova smyslu (motorový benzin, motorová nafta, LPG, CNG a jiná alternativní paliva) na trhu v současné době nemá téměř žádné významnější substituty. Je však třeba brát v úvahu významný pokrok a rozvoj v oblasti elektromobility, což může v budoucnu sehrát velmi důležitou roli a tento důležitý prvek je třeba brát v potaz. Celý problém navíc umocňuje skutečnost, že distribuce energie pro elektromobily bude podle současných informací pravděpodobně distribuována oligopolní strukturou současných energetických firem na trhu.

Citlivost na konjunkturu – (4 bodů z 6)

Vzhledem k tomu, že trh s pohonnými hmotami vykazuje dlouhodobě cenově neelastickou poptávku, je možné usuzovat relativně nízkou citlivost na konjunkturu. S tím koreluje i skutečnost, že pohonné hmoty ve své podstatě nemají přímé substituty a zároveň se nejedná o zbytné a luxusní produkty. Není však v žádném případě správné se domnívat, že citlivost spotřeby pohonných hmot na konjunkturu je nulová. Zároveň existuje logická korelace mezi cenou ropy a světovým konjunkturálním cyklem, poněvadž cena ropy je stanovována na světových finančních trzích, které jsou konjunkturálním cyklem bezprostředně ovlivňovány.

Struktura zákazníků – (6 bodů z 6)

Ze strukturálního hlediska není možné jednoznačně vymezit typického spotřebitele, neboť se jedná o vysoce poptávané a z určitého pohledu pro většinu lidí nezbytný produkt, který spotřebitelé kupují bez ohledu na věk a pohlaví. Zákaznický segment je tedy obrovský, obsahující v rámci relevantního trhu velkou část obyvatelstva České republiky v produktivním věku. Ze strukturálního hlediska tedy není cílová klientela trhu nijak omezena. Mimo trh B2C je samozřejmě velká část PHM distribuována rovněž speditérským a dopravním firmám, tedy skrz trh B2B.

Vlivy prostředí – (1 bod z 6)

Cena pohonných hmot je z naprosté většiny determinována cenou ropy v USD na světových trzích, díky čemuž dochází k její vysoké volatilitě. Současně s tím na cenu rovněž působí měnový kurz české koruny vůči dolaru. Jak finanční, tak měnové trhy jsou však bezprostředně ovlivňovány celou řadou vnějších vlivů, mající skrz cenu ropy a potažmo pohonných hmot vysoký vliv na vývoj samotného relevantního trhu. Z výše uvedeného vyplývá, že ovlivnění relevantního trhu prostřednictvím cenového efektu samotnými prodejci je z velké části velmi omezené.

Souhrnné relativní vyhodnocení atraktivity trhu bylo stanoveno na hodnotu **49 %**, což poukazuje **na lehce podprůměrnou atraktivitu** vzhledem k analyzovaným faktorům. Nejvýznamnější pozitivně působící kritéria jsou jednak velmi široká zákaznická struktura a jednak velikost relevantního trhu. Negativně působí zejména vysoce konkurenční prostředí, extrémně nízká rentabilita a vlivy prostředí v důsledku fixování ceny PHM na ceny ropy.

11.1.5 Hlavní faktory ovlivňující vývoj trhu

11.1.5.1 Obecné faktory

V první řadě je nezbytné pro potřeby tržního ocenění analyzovat **základní národohospodářské ukazatele** a hledat jejich souvislosti s prognózou relevantního trhu. Tyto faktory jsou pojaty jako faktory obecné, mezi něž lze zařadit následující: HDP v běžných a stálých cenách roku 2010, vývoj průměrné nominální hrubé měsíční mzdy, míra inflace měřená indexem CPI a vývoj počtu obyvatel v České republice.

V následující tabulce jsou uvedeny minulé časové řady za roky 2006-2014 a prognózy základních makroekonomických ukazatelů, uvedených v předcházejícím odstavci. Data byla použita z Makroekonomické predikce České republiky – říjen 2014, vydávané s čtvrtletní periodicitou Ministerstvem financí ČR.

Tabulka 20: Obecné faktory vývoje relevantního trhu

Rok	HDP b.c. (mld. Kč)	HDP s.c. (mld. Kč)	Inflace (CPI) ⁷⁴	Počet obyvatel k 1.1 (tis.)	Nominální mzda ⁷⁵
2006	3 507	3 749	2,50 %	10 251	19 536
2007	3 832	3 955	2,80 %	10 287	20 947
2008	4 015	4 062	6,30 %	10 381	22 592
2009	3 922	3 865	1,00%	10 468	23 353
2010	3 954	3 954	1,50%	10 507	23 858
2011	4 022	4 031	1,90%	10 487	24 452
2012	4 048	3 999	3,30%	10 505	25 063
2013	4 086	3 971	1,40%	10 516	25 075
2014	4 284*	4 066*	0,50%*	10 512	25 780
2015	4 467	4 166	1,50%	10 518	26 554
2016	4 635	4 272	1,90%	10 522	27 483
2017	4 810	4 377	2,00%	10 524	28 445

Zdroj: Ministerstvo financí ČR – Makroekonomická predikce říjen 2014; Patria Finance – základní makroekonomická data, vlastní zpracování

Vysoce procyklický vývoj vykazuje zejména **hlavní výkonový ukazatel HDP**, u kterého je například v roce 2009 patrný silný vliv světové hospodářské krize. Došlo tak k meziročnímu propadu z cca 4 000 mld. Kč na cca 3 900 mld. Kč. V ostatních sledovaných letech však ukazatel vykazoval konzistentní růst, přičemž k obnovení ekonomiky by mělo dle Ministerstva financí ČR dojít v roce 2014 skrz investice a spotřebu domácností. **Z hlediska inflace** jsou alarmující zejména roky 2008 a 2012. V roce 2012 došlo k vykázaní nejvyšší míry inflace za posledních deset let jakožto důsledek růstu cen potravin, růstu DPH z 5 % na 9 % u některých komodit a růstu spotřební daně. Mezi léty 2009-2011 vykazovala inflace přijatelné a pozitivní hodnoty v souladu s dlouhodobým inflačním cílem, přičemž od roku 2012 růst spotřebitelských cen začal klesat, jakožto důsledek dlouhodobého zpomalení tuzemské ekonomiky. Jako velmi reálný předpoklad pro rok 2014 s jeví dosud nejvyšší

⁷⁴ Průměrná roční míra inflace (CPI – index spotřebitelských cen)

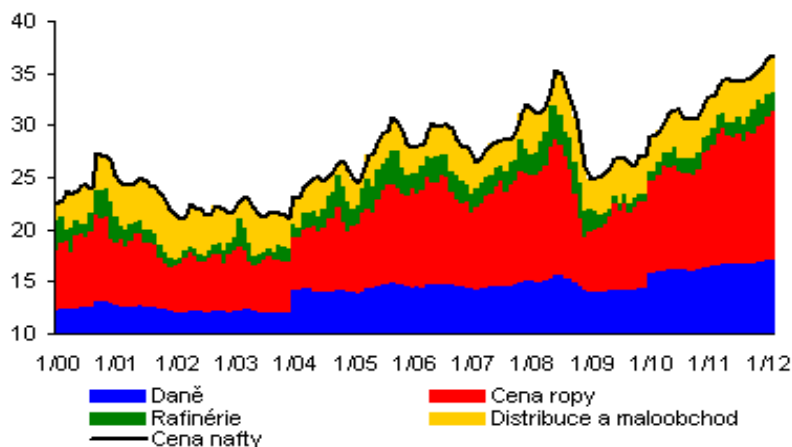
⁷⁵ Průměrná nominální hrubá měsíční mzda

dezinflace v hodnotě 0,5 %, což je podpořeno zejména poklesem cen elektřiny (administrativní vlivy). To vše navzdory provedeným devizovým intervencím ČNB. Do budoucna se však předpokládá růst spotřebitelských cen oscilující okolo inflačního cíle ČNB (2 %), jakožto důsledek očekávaného hospodářského růstu a zvyšování spotřební daně. **Počet obyvatel** vykazoval do roku 2010 meziroční nárůsty do 1 %. Od tohoto roku je však počet obyvatel dlouhodobě stabilní okolo 10,5 mil. s lehce progresivním trendem v predikovaných letech prostřednictvím migrace. **Nominální mzda** rostla v průběhu sledovaných let velmi podobně a nepřetržitě jako HDP v běžných cenách, avšak na rozdíl od $HDP_{b.c.}$ nedošlo v roce 2009 k jejímu poklesu, z čehož lze usuzovat její menší citlivost na hospodářský cyklus. Zároveň je třeba upozornit, že zejména v posledních několika letech meziroční růst $HDP_{b.c.}$ převyšuje růst nominálních mezd, což je důsledek zejména strnulosti tržeb a příliš vysokých odvodů na zaměstnance, bránící silnějšímu růstu. S ohledem na prognózovanou konjunkturu je však do budoucna plánován vyšší růst mezd, značně konvergující k růstu HDP v běžných cenách

11.1.5.2 Specifické faktory

Trh s pohonnými hmotami je postižen velkým množstvím specifických faktorů, majících přímý či zprostředkovaný vliv na vývoj relevantního trhu. Při stanovování jednotlivých faktorů vlivu a jejich hodnocení je však třeba pohlížet na relevantní trh jednak z pohledu spotřeby PHM ve fyzických jednotkách (litry), jednak v jednotkách peněžních (Kč). Vzhledem k tomu, že z provedené analýzy spotřeby PHM ve fyzických jednotkách vyplynulo určité ustálení a stabilita výtoče okolo 5,6 mld. litrů ročně, je hlavním determinanterm vývoje relevantního trhu cena pohonných hmot, jejíž výši určuje celá řada faktorů, kdy mezi nejvýznamnější je možné zařadit zejména cenu resp. **burzovní kotaci ropy v USD a kurz české koruny vůči dolaru**. Cenu PHM však ovlivňují další důležité vlivy, mj. **vysoká spotřební daň či minimální požadovaný podíl biosložek**. Z pohledu spotřeby PHM ve fyzických jednotkách je pravděpodobně nejdůležitějším vlivem **konjunkturální cyklus, klimatické podmínky či množství zaregistrovaných nových vozidel**. Níže uvedený graf uvádí nejdůležitější kvantifikovatelné faktory, ovlivňující cenu pohonných hmot, konkrétně cenu nafty, dle zprávy o inflaci ČNB za období 1/2000 až 1/2012.

Graf 5: Faktory vývoje cen nafty (Kč/litr)

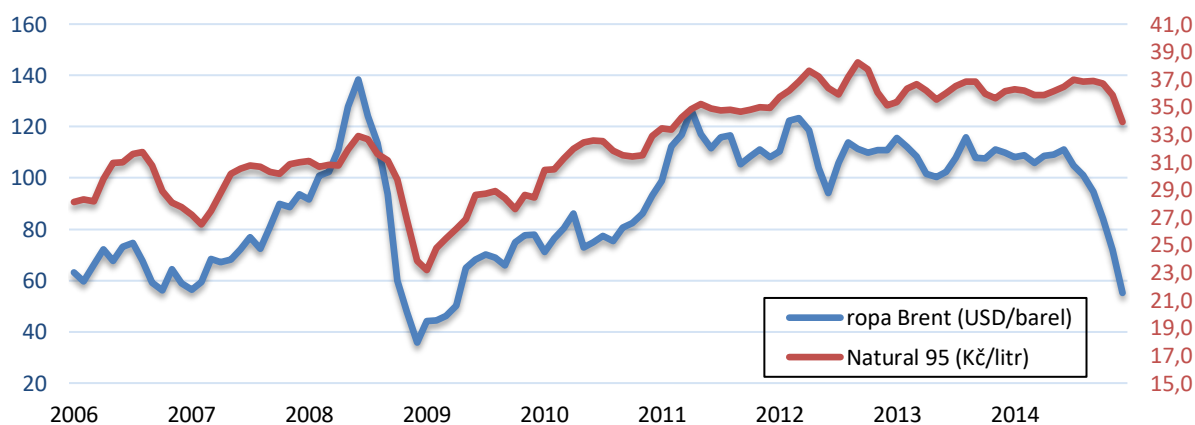


Zdroj: Bloomberg, ČSÚ, výpočet ČNB

Burzovní kotace ropy (cena ropy) a měnový kurz

Graf 5 jednoznačně identifikuje cenu ropy, jakožto nejdůležitější faktor ovlivňující cenu PHM, poněvadž představuje zásadní výrobní surovinu, jejíž frakční destilací se získávají pohonné hmoty (Benzín, Nafta). Pro účely této práce je však důležité, že cenu ropy není možné přímo ovlivnit, neboť je stanovována prostřednictvím nabídky a poptávky na světových komoditních trzích. Tyto trhy obchodují zejména s dvěma základními druhy: ropou typu Brent a ropou typu WTI (West Texas Intermediate), přičemž pro evropskou oblast, tedy včetně vnitřního tuzemského trhu, je cenotvorným základem ropa typu Brent. Tato ropa přitom zahrnuje celkem 15 druhů z nalezišť v Severním moři, kdy nejrelevantnější pro ČR je ropa typu Brent REB, neboli Ruská exportní směs. Ceny ropy typu Brent jsou obchodované na Mezinárodní ropné burze (Intercontinental Exchange – ICE, dříve IPE), mající sídlo v Londýně. Na této burze probíhají dva typy kontraktů s ropou – spotové a futures, díky čemuž je do cen PHM silně promítnuto i očekávání investorů. Cena ropy tedy ovlivňuje cenu PHM, avšak rafinérie v Evropské unii nemohou téměř nijak ovlivňovat svou marži, neboť výkupní ceny PHM od evropských rafinérií musí být zcela jednotné a musí vycházet z ceny PHM na komoditní burze v Rotterdamu. Právě tato cena je pak přímo ovlivňována spotovými a termínovými (futures) obchody na londýnské burze ICE.

Graf 6: Závislost ceny benzínu (Kč/litr) na ceně ropy typu Brent (USD/barel)



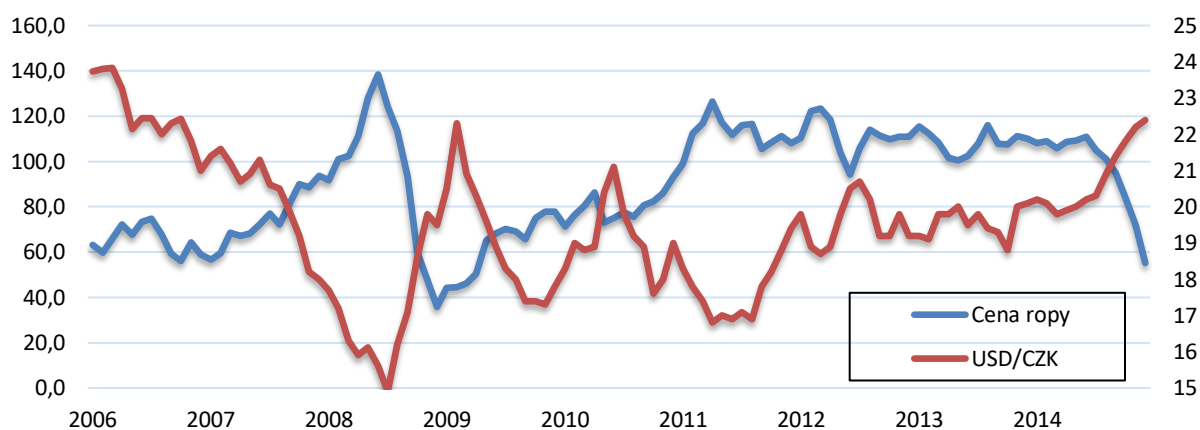
Zdroj: U.S. Department of Energy, MPO – Ropa a ropné produkty, vlastní zpracování

Z výše uvedeného grafu 6 je možné potvrdit relativně vysokou závislost ceny ropy typu Brent na ceně PHM, konkrétně na nejběžnějším bezolovnatém benzínu Natural 95. Korelace mezi oběma proměnnými dosahuje vysokých hodnot okolo 81 %, což pouze potvrzuje výše uvedené závěry. Mezi dílčí závěry lze rovněž uvést určitý trend, kdy ceny PHM reagují na změny ceny ropy s určitým mírným zpožděním a zároveň reakce cen PHM na růst ceny ropy je silnější oproti jejímu poklesu. Velmi podobné výsledky lze pozorovat i v případě závislosti ceny motorové Nafty na ceně ropy, pouze s tím rozdílem, že reakce jsou silnější, citlivější a korelační koeficient je ještě vyšší.

Samotná cena ropy se však neodvíjí striktně pouze od spotových cen z londýnské burzy ICE, nýbrž i z cen termínových na bázi futures kontraktů. Do těchto očekávání se promítá celá řada dílčích faktorů, kdy mezi nejdůležitější patří počasí, geopolitický vývoj a celková hospodářská situace ve světě, ovlivňující důvěru ve finanční trhy.

Dosud však byla analyzována cena ropy měřená tradičně v amerických dolarech (USD), přičemž pro české podmínky je třeba cenu ropy denominovat na tuzemskou měnu. Je tedy evidentní, že v případě posílení kurzu koruny vůči dolaru dojde k poklesu ceny ropy vyjádřené v českých korunách a naopak. Zároveň je třeba upozornit, že právě v souvislosti s kurzem USD/CZK dochází k určitému protichůdnému trendu, kdy při posilování koruny vůči americkému dolaru dochází k současnému růstu cen ropy Brent a naopak. Tento vzájemně inverzní vztah měnového kurzu a ceny ropy zobrazuje následující graf.

Graf 7: Vztah vývoje ceny ropy Brent v USD a kurzu USD/CZK



Zdroj: U.S. Department of Energy, Kurzy.cz, vlastní zpracování

Z uvedeného grafu jednoznačně vyplývá již zmíněný inverzní vztah měnového kurzu USD/CZK a ceny ropy Brent. Vzhledem k tomu, že se oba cenové vlivy navzájem částečně kompenzují, dochází k menší volatilitě cen ropy denominované v korunách oproti standardně vyjádřeným cenám ropy v USD.

Spotřební daň

Další důležitou složkou, ovlivňující vývoj trhu pohonných hmot, je specifické dvojí daňové zatížení, tedy daň spotřební a daň z přidané hodnoty, do jejíhož základu se započítává jak cena produktu, tak právě spotřební daň. Vývoj spotřební daně od 1.7 1999 až k datu ocenění shrnuje následující tabulka:

Tabulka 21: Vývoj sazeb spotřební daně z PHM (v Kč/litr)

Období	Bezolovnatý benzin	Motorová nafta
1. 7. 1999 - 31. 12. 2003	10,84	8,15
1. 1. 2004 - 31. 12. 2009	11,84	9,95
1. 1. 2010 - dosud	12,84	10,95

Zdroj: U.S. Department of Energy, Kurzy.cz, vlastní zpracování

V současné době je tedy spotřební daň na litr benzínu 12,84 Kč a 10,95 Kč na litr motorové nafty. Při zohlednění daně z přidané hodnoty činí celkové daňové zatížení z ceny bezolovnatého benzínu cca 52 % a z ceny motorové nafty cca 46 %.

Klimatické podmínky a sezónní vlivy

Obecně lze říci, že v případě spotřeby pohonných hmot hrají klimatické podmínky a sezónnost relativně důležitou roli, což je názorně vidět z grafu 6, kdy pravidelně dochází zejména v letních měsících k nárůstu spotřeby benzínu (lidé jezdí na dovolenou) a v souvislosti s tím k růstu cen PHM. Působí zde proto jednoduchá mikroekonomická logika, kdy s růstem spotřeby PHM dochází k růstu ceny, poněvadž spotřebitelé jsou v těchto měsících ochotni za danou komoditu zaplatit řádově vyšší cenu. Opačný trend je pak patrný k začátku roku, kdy s ohledem na zimu a špatné klimatické podmínky určitá část řidičů svá auta odstaví, čemuž se s určitým zpožděním přizpůsobí i cenová strategie čerpacích stanic.

Výše uvedený problém je však záležitostí především bezolovnatého benzínu, poněvadž motorová nafta je ve velkém využívána nákladní a hromadnou osobní dopravou, jejíž využití není limitováno klimatickými podmínkami. Spotřeba motorové nafty proto vykazuje v porovnání s benzínem podstatně nižší sezónní volatilitu, s čímž souvisí i nižší volatilita cen PHM.

Z výše uvedeného můžeme vyvodit jednoznačný závěr, kdy v důsledku velmi mírných zim a příznivých klimatických podmínek, dochází v posledních letech k podpoře individuální motorizace a růstu spotřeby PHM, což je evidentní např. v roce 2014, kdy v důsledku mírné zimy, výrazného poklesu maloobchodních cen PHM a oživení tuzemské ekonomiky došlo poprvé za deset let k mírnému růstu spotřeby benzínu o cca 0,5 %.

Vývoj vozového parku v České republice

Spotřebu PHM na tuzemském trhu rovněž ovlivňuje vývoj vozového parku, který v celkovém souhrnu působí pozitivně, poněvadž dle Svazu Dovozců Automobilů (SDA) dochází od roku 2011 k nepřetržitému nárůstu tuzemského vozového parku z cca 6,4 milionu vozidel v roce 2011 na zhruba 6,8 milionu vozidel ke konci roku 2014. Strukturální pohled na vývoj vozového parku v ČR za roky 2011-2014 znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 22: Vývoj vozového parku České republiky v letech 2011 - 2014

	2011	2012	2013	2014
Osobní automobily	4 597 450	4 734 317	4 820 299	4 937 206
Lehké užitkové vozy	495 701	505 962	506 932	512 407
Autobusy	19 844	19 499	19 451	19 871
Nákladní automobily	177 218	177 364	174 227	176 397
Ostatní (Motocykly, traktory)	1 102 277	1 134 478	1 156 546	1 182 105
Celkem	6 392 490	6 571 620	6 677 455	6 827 986

Zdroj: Svaz Dovozců Automobilů (SDA), vlastní zpracování

Ze strukturálního hlediska je logicky nejpočetnější segment osobních automobilů, disponující rovněž nejvyššími meziročními nárůsty, kdy v roce 2014 došlo k nárůstu o cca 2,37 %. Jako druhý nejdynamičtější segment pak dlouhodobě vystupují motocykly (+2,21 % v roce 2014) a autobusy (+2,11 % v roce 2014). Právě segment autobusů a nákladních automobilů však v minulých letech vykazoval spíše meziroční poklesy, způsobené recesí.

11.1.6 Prognóza relevantního trhu

Prognóza velikosti relevantního trhu byla provedena prostřednictvím statistického aparátu v závislosti na obecných kvantitativních faktorech trhu se zohledněním specifických faktorů, především pak burzovní kotace ropy, vývoje spotřební daně a stavu tuzemského vozového parku.

Samotná predikce pak byla rozdělena celkem do tří relativně autonomích částí, kdy první tři predikované roky je prognóza založena čistě na statistickém aparátu, konkrétně na vícenásobné regresní analýze vybraných kvantitativních faktorů trhu, následující dva roky byly stanoveny expertním odhadem v rozdělení na cenový a fyzický efekt. Třetí fáze je pak kalkulována jako dlouhodobý udržitelný růst mírně nad úrovní inflačního cíle ČNB.

Tabulka 23: Prognóza vývoje relevantního trhu

Rok	Regresory			Tržby relevantního trhu	
	Cena ropy USD/barel	ln (Počet obyvatel)	ln (Nominální mzda)	tis. Kč	Tempo růstu
2009	62,8	9,2561	10,0585	110 786 689	-
2010	79,8	9,2598	10,0799	117 278 112	5,9%
2011	112,4	9,2579	10,1045	131 556 871	12,2%
2012	111,3	9,2596	10,1291	137 741 461	4,7%
2013	108,4	9,2607	10,1296	132 709 954	-3,7%
2014	97,0	9,2603	10,1574	139 863 187	5,4%
2015	63,5	9,2608	10,1869	134 021 652	-4,2%
2016	67,4	9,2612	10,2213	141 956 887	5,9%
2017	69,1	9,2614	10,2557	149 608 746	5,4%
2018	71,5	-	-	155 295 059	3,8%
2019	74,2	-	-	159 047 295	2,4%
dále	-	-	-	X	2,4%

Zdroj: vlastní zpracování

První tři predikované roky (2015-2017) byly stanoveny za pomoci vícenásobného regresního modelu závislosti relevantního trhu v peněžních jednotkách a logaritmického vývoje počtu obyvatel – ln (Počet obyvatel), nominálních mezd – ln (Nominální mzda) a zejména lineární regrese **ceny ropy typu Brent v USD/barel**. Za použití těchto regresorů model vysvětluje téměř 95 % celkové variability relevantního trhu, přičemž jak model jako celek, tak jednotlivé regresory jsou na 5% hladině významnosti statisticky významné (Hodnota F a P < 5%).

Tabulka 24: Prognóza relevantního trhu – statistický aparát

$$\text{Relevantní trh} = 12\,627\,507\,774 - 1\,591\,781 \cdot \ln(\text{Počet obyvatel}) + 219\,064\,475 \cdot \ln(\text{Nominální mzda}) + 254\,476,7 \cdot \text{Cena ropy}$$

Zdroj: vlastní zpracování

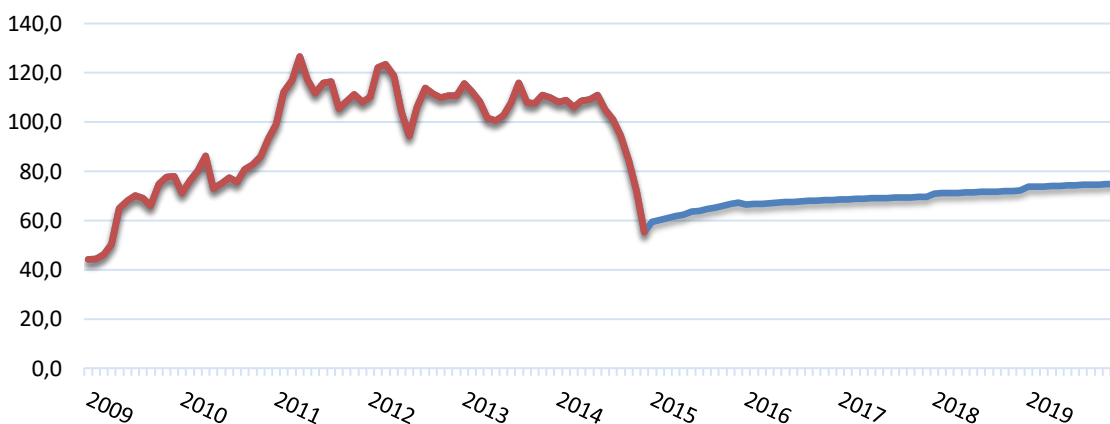
Na základě těchto atributů je možné model považovat jako dostatečně vhodný k predikci prvních tří let relevantního trhu, kdy pro základní makroekonomické ukazatele

existuje zdůvodněná prognóza Ministerstva financí ČR (viz kap. 11.1.5.1). Nejvýznamnějším regresorem, vykazujícím téměř 90% korelaci s trhem je však cena ropy, jejíž predikované hodnoty je velmi obtížné vyčíslit, neboť nejsou součástí běžně dostupných analýz. Predikce tohoto regresoru je navíc velmi obtížná z důvodu silných konzistentních propadů cen ropy typu Brent od září roku 2014, kdy je téměř nemožné se spoléhat na historická data a budoucí situace je tak značně nejistá.

Pro predikci cen ropy typu Brent v USD/barel bylo proto využito alternativní řešení v podobě cen z futures kontraktů z prosince 2014 na budoucích 12 měsíců, obchodovaných na londýnské komoditní burze ICE a dostupných z publikace Monthly Oil Market Report, vydávané organizací OPEC⁷⁶. Z těchto termínových kontraktů je pak možné predikovat rok 2015, podle čehož by cena ropy Brent neměla během celého roku vzrůst nad 70 dolarů za barel, s čímž souhlasí i mnoho analytiků. Pro další prognózované roky je do roku 2017 predikován logaritmický vývoj ceny ropy v souvislosti s nárůstem bezpečnostních rizik a nestabilitou finančních trhů (ruské sankce, ukrajinská krize, islámský stát atd.) Od konce roku 2017 pak vývoj lehce exponenciální, související s předpokládaným uklidněním geopolitické situace ve světě a oživením poptávky po ropě a ropných produktech.

Je však třeba upozornit, že jde o prognózu značně konzervativní, kdy např. analytici z Goldman Sachs⁷⁷ očekávají v roce 2015 velmi dynamické oživení trhu a vyrovnaní propadu ceny ropy z konce roku 2014. Pro potřeby této práce však budou využity konzervativnější prognózy na bázi futures kontraktů, vycházející z očekávání finančních trhů. Následující graf zobrazuje vývoj průměrné ceny ropy Brent v prognózovaných letech 2015-2019 dle vlastní expertní prognózy, použité v modelu vícenásobné regrese.

Graf 8: Prognóza průměrné ceny ropy typu Brent pro období 2015-2019 (USD/barel)



Zdroj: vlastní zpracování

Následující dva predikované roky (2018-2019) byly expertním odhadem prognózovány v rozdělení na cenový a fyzický efekt, kdy ceny ropy byly převzaty z tabulky

⁷⁶ Monthly oil Market Report [online]. 2014 [cit. 25. srpna 2016]. Dostupné na: http://www.opec.org/opec_web/en/publications/2714.htm

⁷⁷ Jak vidí cenu ropy odborníci? Analytici se s tradery neshodnou. In: *Investičníweb.cz* [online]. 23. 12. 2014 [cit. 30. srpna 2016]. Dostupné na: <http://www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2014/12/23/jak-vidi-cenu-ropy-odbornici-jak-trh/>

18 a spotřeba PHM ve fyzických jednotkách odhadnuta v souvislosti s dlouhodobým trendem a promítnutím specifických faktorů vývoje relevantního trhu. Detailní analýzu a rozklad prognózy vývoje relevantního trhu prostřednictvím expertního odhadu na roky 2018 a 2019 shrnuje následující tabulka.

Tabulka 25: Prognóza vývoje relevantního pro roky 2018-2019 – expertní odhad

Rok prognózy	Růst	Index růstu (fyzické jednotky)	Růst cen	Index růstu cen (dle futures)	Výsledná prognóza
	(fyzické jednotky)		(dle futures)		
2018	2,0 %	1,020	1,77%	1,0177	1,0380
2019	0,5 %	1,005	1,91%	1,0191	1,0242

Zdroj: vlastní zpracování

Pro roky 2018 a 2019 je předpokládán mírný růst ve fyzických jednotkách, opírající se především o dlouhodobě prognózované nízké ceny ropy a ropných produktů resp. PHM, podporující korporátní spotřebu a individuální motorizaci. Růstové tendence spotřeby pohonných hmot jsou rovněž podporované příznivými klimatickými podmínkami (mírné zimy) a konzistentně rostoucím vývojem vozového parku na tuzemském trhu v posledních několika letech. Výše uvedené předpoklady jsou rovněž podloženy oživením ekonomiky v roce 2014 a prognózovaným trvale udržitelným tempem růstu HDP_{b,c} okolo 4 % ročně. Cenové hledisko je pak zohledněno prostřednictvím analýzy cen ropy Brent dle futures kontraktů pro rok 2015 obchodovaných na komoditní burze ICE včetně exponenciální extrapolace pro poslední dva roky, jak již bylo detailněji rozebráno v předcházejícím textu. Exponenciální trend a zvyšování dynamiky růstu cen ropy potažmo pohonných hmot, je důsledek předpokládané stabilizace geopolitické situace v dlouhém období, zvyšování poptávky po pohonných hmotách v důsledku predikované konjunktury včetně eliminaci nabídky ze strany OPEC. Dynamičtější růst cen pohonných hmot je rovněž podporován faktem, že v dlouhém období je prognózováno posilování koruny vůči americkému dolaru, což statisticky souvisí s růstem cen ropy (viz kap. 11.1.5.2). Zároveň je třeba upozornit, že cenový růst ropy Brent je v těchto letech do ceny PHM proporčně promítnut z 50%, což přibližně odpovídá historickému cenovému přizpůsobení obou komodit. Tempo růstu v obou letech je pak kvantifikováno jako součin fyzického a cenového indexu.

Dlouhodobě udržitelný růst relevantního trhu je pak prognózován na úrovni posledního predikovaného roku 2019, tj. + 2,4 % ročně, což odpovídá cca 0,4 procentního bodu nad úrovní dlouhodobého inflačního cíle ČNB.

11.2 Analýza vnitřního potenciálu

V návaznosti na analýzu vnějšího potenciálu, hodnotící především relevantní trh jako celek a jejímž výsledkem je prognóza vývoje tohoto trhu, je nutné rovněž provést analýzu vnitřního potenciálu, jejímž cílem je identifikovat konkurenční sílu a pozici oceňované společnosti, včetně hlavních konkurentů a to jak z historického pohledu, tak jako prognózu do budoucna. Cílem analýzy vnitřního potenciálu je pak prognóza tržního podílu Společnosti.

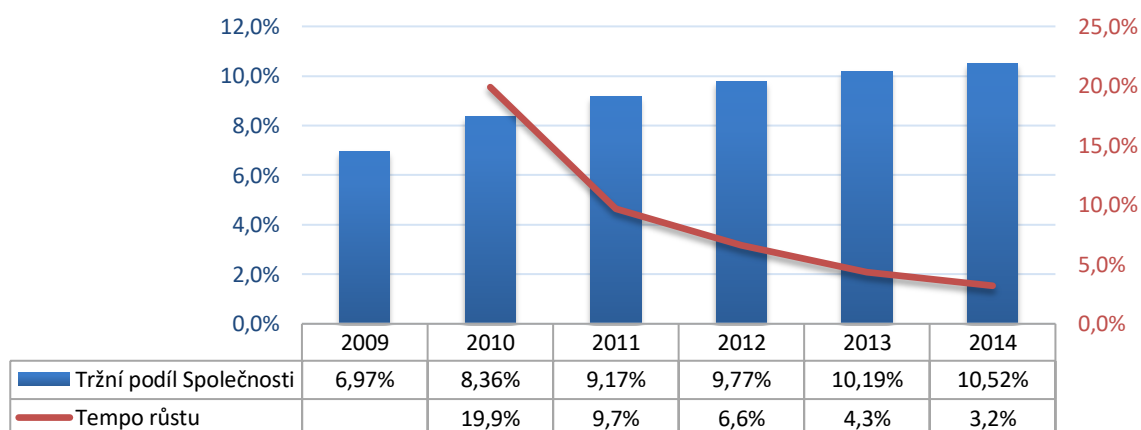
11.2.1 Historický vývoj tržního podílu společnosti Tank ONO, s.r.o.

V průběhu celého sledovaného období vykazuje Společnost meziročně rostoucí tržní podíl, jehož hodnota vzrostla mezi léty 2009-2014 z 6,97 % na 10,52 %, tedy byl generován více jak 50% nárůst. Růstové tendence jsou tedy na jednu stranu stále pozitivní, na druhou stranu však dynamika růstu silně klesá, což je názorně vidět na logaritmickém průběhu tržního podílu v čase. Příčin tohoto vývoje je celá řada, avšak svou dominantní roli zde hraje zejména vývoj počtu nových čerpacích stanic, zařazených pod Tank ONO, s.r.o. v jednotlivých letech, poněvadž tím dochází ke skokovému navýšení tržeb podniku.

V roce 2010 byl meziroční nárůst tržního podílu dvouciferný (cca 20%). Právě v tomto roce byly zařazený 4 nové čerpací stanice oproti průměrnému počtu dvou nových čerpacích stanic ročně, jak tomu bylo téměř ve všech ostatních sledovaných letech. Právě tato skutečnost velmi pozitivně ovlivnila celkové tržby podniku, které vzrostly v porovnání s relevantním trhem o poznání silněji a tržní podíl podniku tak v tomto roce velmi dynamicky vzrostl. V průběhu sledovaného období se však rozdíl v procentuálním růstu trhu a tržeb podniku částečně stírají, což determinuje logaritmický trend tržního podílu Společnosti.

Po metodické stránce je tržní podíl v jednotlivých letech kvantifikován jako poměr tržeb oceňovaného podniku k velikosti relevantního trhu v peněžních jednotkách, vypočteného v kap. 11.1.3.

Graf 9: Historický vývoj tržního podílu Společnosti k datu ocenění



Zdroj: vlastní zpracování

11.2.2 Analýza vývoje tržních podílů hlavních konkurentů

V následující tabulce jsou uvedeny tržní podíly všech 8 nejvýznamnějších konkurentů za roky 2009-2014, působících na relevantním trhu a dosahujících spolu s oceňovaným podnikem téměř 70% podílu na celkových prodejkách. Metodicky je pak tržní podíl pro jednotlivé společnosti vyčíslen analogicky, jako v kap. 11.2.1. Tabulka řadí jednotlivé konkurenty sestupně dle dosažených tržních podílů k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014, přičemž je třeba upozornit, že dosažené pořadí se v průběhu let, zejména pak u oceňovaného podniku, zásadním způsobem mění.

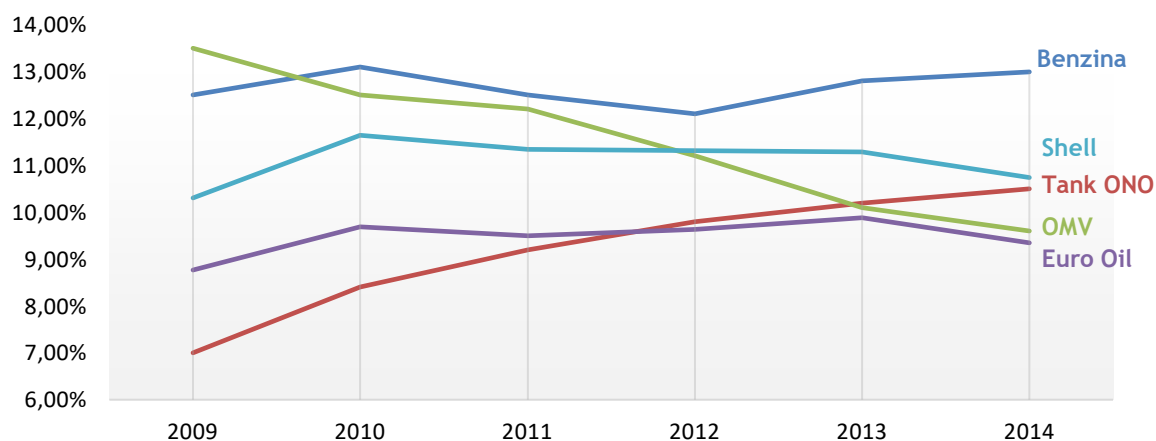
Tabulka 26: Tržní podíly hlavních konkurentů relevantního trhu v letech 2009-2014 (v %)

Společnost	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Benzina, s.r.o.	12,5%	13,1%	12,5%	12,1%	12,8%	13,0%
Shell Czech Republic a.s.	10,3%	11,6%	11,3%	11,3%	11,3%	10,7%
Tank ONO, s.r.o.	7,0%	8,4%	9,2%	9,8%	10,2%	10,5%
OMV Česká republika, s.r.o.	13,5%	12,5%	12,2%	11,2%	10,1%	9,6%
Čepro a.s. (čerpací stanice Euro Oil)	8,8%	9,7%	9,5%	9,6%	9,9%	9,4%
Eni Česká republika, s.r.o. (Agip)	5,5%	5,8%	8,0%	6,8%	6,9%	6,2%
LUKOIL Czech republic s.r.o.	4,6%	4,6%	4,8%	4,8%	5,8%	5,0%
PAP OIL, s.r.o.	3,6%	3,8%	3,6%	3,3%	3,0%	2,9%
RoBiN OIL, s.r.o.	2,5%	2,6%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%

Zdroj: vlastní zpracování

Pro přehlednost je tabulka doplněna o grafický výstup v podobě spojnicového grafu, vyjadřující vývoj tržního podílu 5 nejvýznamnějších konkurentů v letech 2009 až 2014, ovládajících více jak 50 % celého relevantního trhu.

Graf 10: Tržní podíly nejvýznamnějších konkurentů relevantního trhu v letech 2009-2014 (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

Společnost Benzina, s.r.o. je provozovatelem největší sítě čerpacích stanic v České republice, disponující k datu ocenění celkem 339 provozovnami v rámci celé České republiky. Podnik je majetkově součástí skupiny UNIPETROL, vlastníci mj. většinový podíl na jediné rafinérské společnosti v tuzemsku – Česká Rafinérská a.s. Společnost Benzina, s.r.o. vykazuje dlouhodobě relativně stabilní tržní podíl okolo 12-13% s rostoucím trendem

v posledních dvou sledovaných letech, což je jednak důsledek stabilizace makroekonomické situace a oživení ekonomiky, jednak jde o nastolení nové střednědobé strategie, formulované v roce 2013, jejímž cílem je navyšovat tržní podíl, efektivně vynakládat prostředky a zajistit finanční stabilitu. Upevňování tržního podílu je rovněž podporováno postupnou rozsáhlou modernizací sítě čerpacích stanic, včetně inovací služeb a nabídky paliv prémiové kvality.

Společnost Shell Czech republic a.s. je součástí největší evropské petrolejářské skupiny Royal Dutch Shell, jejíž mateřská společnost sídlí ve Velké Británii. Tato česká „entita“ provozuje k datu ocenění celkem 175 čerpacích stanic, což ji řadí k jedněm z největších sítí v tuzemsku. Do listopadu 2013 podnik rovněž držel minoritní majetkový podíl ve společnosti Česká Rafinérská a.s., který byl v témže roce odprodán skupině UNIPETROL. Podnik drží dlouhodobě přibližně 11% tržní podíl, přičemž od roku 2012 zaujímá druhé místo na trhu, kdy svými maloobchodními tržbami překonala dosavadní dvojku, společnost OMV. Je však třeba vnímat, že tržní v průběhu celého sledovaného období lehce klesá, což je způsobeno zejména postupným mírným snižováním počtu nerentabilních čerpacích stanic, kdy v roce 2013 se počet ustálil na 175 provozovnách. Tržní podíl maloobchodní divize společnosti Shell Czech republic a.s. tak činil k datu ocenění cca 10,7 %.

Společnost OMV Česká republika, s.r.o. provozuje na území České republiky téměř 207 čerpacích stanic, což ji činí druhou největší sítí čerpacích stanic v tuzemsku. Společnost je součástí rakouského petrolejářského holdingu OMV AG., patřící mezi největší petrolejářské společnosti střední a východní Evropy. Na podnik dlouhodobě velmi silně dopadají problémy, týkající se ekonomické recese, růstu cen PHM a snížení spotřeby domácností, resp. individuální motorizace, přičemž se zároveň nedaří tento trend společnosti tlumit. Dochází tak v průběhu celého sledovaného období k nepřetržitému propadu tržního podílu z cca 13,5 % v roce 2009 na cca 9,6 % v roce 2014, čímž se podnik posunul z první příčky na čtvrtou pozici z hlediska celkových tržeb, resp. tržního podílu. Jedná se zejména o důsledek postupného uzavírání nerentabilních čerpacích stanic v posledních letech.

Společnost ČEPRO a.s. (divize čs. Euro Oil) disponuje k datu ocenění 190 čerpacími stanicemi v rámci své maloobchodní divize, fungující pod obchodní značkou Euro Oil (dále také jako „divize“). Divize čerpacích stanic tedy spadá pod státní podnik ČEPRO, a.s., zabývající se především velkoobchodní distribucí PHM jendotlivým čerpacím stanicím. K datu ocenění je jediným akcionářem společnosti Ministerstvo finanční ČR. Tržní podíl divize se pohybuje v dlouhém období na hodnotách okolo 9,5 %, s klesající tendencí v posledním sledovaném roce, kdy v důsledku oživení ekonomiky a pádu cen ropy v Q4/2014 došlo k rychlejšímu růstu relevantního trhu v porovnání s růstem tržeb společnosti.

Eni Česká republika, s.r.o. (Agip) je dceřinou společností mateřské společnosti Eni S.p.A., zaštiťující celou petrochemickou skupinu Eni se sídlem v Římě – Itálie. Tato skupina provozuje v České republice k datu ocenění celkem 124 čerpacích stanic pod obchodní značkou Agip, vlastníci rovněž cca 32% podíl ve společnosti Česká Rafinérská a.s. V polovině roku však došlo k rozhodnutí o prodeji veškerých čerpacích stanic Agip maďarskému ropnému holdingu MOL.

LUKOIL Czech Republic s.r.o. je původně dceřiná společnost nadnárodní ruské petrolejářské skupiny LUKOIL vlastníci k datu ocenění 44 provozoven, jejíž veškeré aktivity v České republice převzal koncem roku 2014 maďarský ropný holding MOL, přičemž rebranding jednotlivých čerpacích stanic nebyl do konce roku započat.

Společnost PAP OIL, s.r.o. je součástí maďarské petrolejářské skupiny MOL a k datu ocenění provozuje celkem 125 čerpacích stanic pod vlastní obchodní značkou PAP OIL bez předpokládaného rebrandingu čerpacích stanic na design MOL.

RoBiN OIL s.r.o. je česká společnost pod výhradním vlastnictvím jedné fyzické osoby, disponující k datu ocenění celkem 74 čerpacími stanicemi a zaujímající stabilní 2,6% tržní podíl. Firma zároveň disponuje kapacitami a poskytuje velkoobchodní logistické služby pro distribuci PHM z příslušné rafinérie.

11.2.3 Analýza faktorů konkurenční síly Společnosti

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je třeba analyzovat faktory mající vliv na vývoj tržního podílu, a pokusit se o jejich vyhodnocení. Jednotlivé přímé a nepřímé faktory jsou popsány v teoretické části tohoto posudku, přičemž pro kvantifikaci souhrnné konkurenční síly resp. pozice podniku je třeba jednotlivým faktorům přiřadit váhu od 1-3 a přidělené body na škále 0-6. Body je přitom vždy potřeba důsledně přidělovat relativně vzhledem ke konkurenci.

11.2.3.1 Přímé faktory

Cenová úroveň – (6 bodů z 6)

Strategie podniku je zaměřená na dosahování absolutně nejnižších prodejních cen pohonných hmot napříč celým spektrem relevantního trhu, na čemž stojí celý úspěšný koncept podniku. Společnost pečlivě vybírá své dodavatele, kdy každé pondělí večer proběhne výběrové řízení relevantních dodavatelů pro týdenní zásobování dle cen, za které jsou ochotni PHM prodat. Díky pečlivému výběru dodavatelů, množstevním slevám a maximální efektivnosti při distribuci, kdy cisterny zaváží provozovny až třikrát denně a pokud možno se stočí celé, dosahuje společnost řádově nižších prodejních cen PHM v porovnání s konkurencí.

Šíře a hloubka sortimentu – (3 body z 6)

Z hlediska sortimentu nabízených paliv podnik disponuje téměř všemi standardně nabízenými palivy, včetně AdBlue a LPG (nenabízí CNG). Podnik rovněž disponuje standardními doplňkovými službami jako např. huštění pneu., vysavač či rychlé občerstvení. Určité rezervy jsou však v doplňkovém prodeji na čerpacích stanicích, kdy je sortiment nabízeného zboží (bagety, nápoje, sladkosti, cigarety) užší v porovnání se svými konkurenty, přičemž někteří již testují koncept tzv. minimiarketů na čerpacích stanicích ve spolupráci s velkými maloobchodními prodejci potravin. Na druhé straně však podnik poskytuje oproti svým konkurentům směnářskou činnost, jakožto doplňkovou službu.

Kvalita zboží – (2 body z 6)

Z hlediska kvality prodáváných pohonných hmot je možné společnost zařadit jako určitý lehký podprůměr, což vyplývá z počtu pokut, udělených Českou obchodní inspekci v posledních několika letech. V roce 2014 byla u společnosti Tank ONO evidována jedna pokuta, související s jakostí směsné nafty Ekodiesel ve výši 350 tis. Kč. Podobné pokuty však byly v daném roce uloženy společnostím jako např. OMV či Agip.

Běžná dostupnost – (5 bodů z 6)

Společnost k datu ocenění provozuje celkem 35 čerpacích stanic, rozprostřených po celé České republice. Z publikace Ropa a ropné produkty 2013 bylo zjištěno, že téměř 95 % veškerých provozovatelů čerpacích stanic disponuje max 1-4 provozovnami, díky čemuž lze daný faktor hodnotit jako značně nadprůměrný. Zároveň je však třeba zohlednit, že na tuzemském trhu existuje celkem 6 společností, disponující sítí provozoven větší jak 100.

Image firmy – (4 body z 6)

Jak již bylo uvedeno výše, podnik uplatňuje strategii velmi nízkých cen, což se promítá do maximální optimalizace nákladů a celkového image oceňované společnosti. Zákazníci podnik pevně vnímají jako diskont mezi čerpacími stanicemi, poskytující PHM průměrné kvality za bezkonkurenčně nízké ceny. Podnik je rovněž známý svými nízkými maržemi, jejichž hodnoty nepřesáhnou 1 Kč/litr PHM, což je pro veřejnost lákavé. Z pohledu svých dodavatelů je firma vnímána jako platebně schopný subjekt, platící své závazky včas a v plné výši. Zároveň je podnik evidován jako spolehlivý plátc DPH.

11.2.3.2 Nepřímé faktory

Kvalita managementu – (5 bodů z 6)

Management podniku tvoří především dva jednatelé, bratři Petr Ondra a Jiří Ondra, podílející se přímo na řízení společnosti. Oba jednatelé mají rozdělené své pole působnosti, kde Petr Ondra řeší provozní činnosti (distribuce, nacenění PHM aj.) a Jiří Ondra zastává finanční a personální agendu. Management má rovněž stanovenou jasnou vizi, ve které chce na trh dodávat relativně široký sortiment pohonných hmot při dosahování nejnižších prodejních cen pohonných hmot v jednotlivých regionech. K naplnění této vize management využívá strategii nízkých marží (do 1 Kč/litr) a extrémně vysokých prodejů, což podniku ve finále zajistí ucházející zisk a značnou konkurenční výhodu.

Výkonný personál – (3 body z 6)

Z personálního hlediska se jedná o nepříliš náročný obor, v rámci něhož není příliš reálné generovat určitou konkurenční výhodu. Zákazníci nejsou při výběru zboží bezprostředně ovlivněni interakcí s prodávajícím, což na personál zajištění neklade příliš vysoké nároky. Je tedy možné daný faktor hodnotit jako průměrný. Měsíční osobní náklady na pracovníka se v souvislosti s produktivitou práce (přidaná hodnota) vyvíjejí přiměřeně.

Systém řízení oběhu zboží – (4 body z 6)

Společnost disponuje propracovaným systémem řízení oběhu svých zásob, zajišťující jednak jejich dostatečné množství, jednak množství za nejlepší možné ceny. Prostřednictvím informačního systému je v průběhu dne několikrát sledován stav PHM v nádržích u jednotlivých čerpacích stanic s tím, že zavážení probíhá vzhledem k velmi vysokým výtočím až třikrát denně. Podnik rovněž realizuje úsporu prostřednictvím okamžitých plateb za dodávky pohonných hmot (cca 5 halířů na litr). Vzhledem k faktu, že průměrná denní výtoč celé Společnosti přesahuje 1 mil. litrů, jsou množstevní slevy a slevy za okamžitou platbu značné. Podnik se rovněž předzásobuje, což mu částečně umožňuje vyrovnávat volatilitu cen PHM, determinovanou světovými komoditními burzami. Určité rezervy však je možné spatřovat v případě kontroly dodavatelů z hlediska odvodů na DPH a karuselových obchodů. Společnost již v minulosti měla problémy ohledně svých dodavatelů, kdy DPH nebylo odvedeno. V případě možného rozšíření přenesené daňové povinnosti na pohonné hmoty by tak Společnost byla nucena podstatně důkladněji vybírat a šetřit své dodavatele.

Majetek a investice – (5 bodů z 6)

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost má charakter nikoli výrobní, ale obchodní společnosti, je možné 24% podíl dlouhodobého majetku na celkové bilanční sumě považovat za přiměřený. Takto nízká relativní hodnota však nekoresponduje s odvětvím, kde je průměrný podíl dlouhodobých aktiv až 60%. Vysvětlení je možné vidět především ve vlastnické struktuře čerpacích stanic, kde velká část čerpacích stanic Tank ONO není přímo vlastněná oceňovanou společností, nýbrž je pouze pronajata od soukromých osob, kteří čerpací stanice provozovali v minulosti. Dlouhodobý majetek Společnosti je tak z velké části tvořen provedeným technickým zhodnocením na pronajatých prostorách, což úzce souvisí i s investiční aktivitou podniku. Mezi léty 2010 – 2014 jsou investice Společnosti vyjma roku 2012 nad úrovní odpisů, což značí tvorbu rozšiřovacích resp. čistých investic v logické souvislosti s rozvojem sítě svých provozoven. Tvorba čistých investic je však v daném odvětví značně ojedinělá, neboť síť čerpacích stanic je v České republice extrémně hustá, trh nasycený a investiční možnosti značně omezené.

Finanční situace – (5 bodů z 6)

Zhodnocení finanční situace podniku je možné provést na základě závěru finanční analýzy, vypracované v kap. 10.6, ze kterých je evidentní velmi dobrá a vysoce nadprůměrná finanční kondice Společnosti v porovnání se svými konkurenty. Podnik zároveň nejeví žádné známky ohrožení bankrotem a ke konci roku 2014 vykázal silný nárůst tržeb, historicky nejvyšší výsledek hospodaření a kladnou ekonomickou přidanou hodnotu. Je třeba upozornit, že na relevantním trhu existuje velmi malé množství společností, vykazujících kladný hospodářský výsledek a disponujících dostatečnou finanční kondicí.

11.2.3.3 Souhrnné zhodnocení konkurenční síly/pozice

Následující tabulka hodnotí souhrnnou konkurenční sílu společnosti Tank ONO, s.r.o., ovlivňující jak dosavadní, tak prognózovaný tržní podíl do budoucna.

Tabulka 27: Analýza konkurenční síly podniku Tank ONO, s.r.o.

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení konkurenční síly podniku							Váha × Body
			Převaha konkurence		Průměr		Převaha Společnosti			
			0	1	2	3	4	5	6	
Přímé faktory	Cenová úroveň	3							x	18
	Šíře sortimentu	1				x				3
	Hloubka sortimentu	1				x				3
	Kvalita zboží	2			x					4
	Běžná dostupnost	2						x		10
	Image firmy	1					x			4
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3						x		15
	Výkonný personál	1				x				3
	Systém řízení oběhu zboží	2					x			8
	Majetek a investice	2						x		10
	Finanční situace	1						x		5
Celkem		19								83
Maximální počet bodů		114								
Dosažený počet bodů		83								
Hodnocení		73 %								

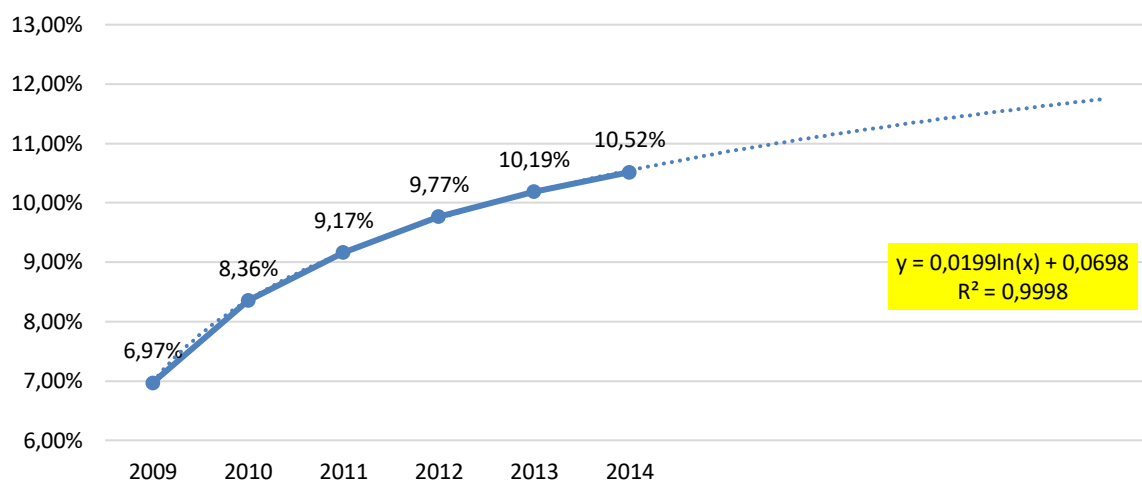
Na základě výše uvedeného hodnocení konkurenční síly podniku Tank ONO, s.r.o. lze konstatovat, že v porovnání se svými konkurenty dosahuje podnik nadprůměrné konkurenční síly (73%), čímž lze částečně vysvětlit velmi pozitivní vývoj tržního podílu Společnosti v průběhu sledovaných let v porovnání se svými konkurenty. Pozitivně je hodnocena zejména cenová úroveň prodávaných PHM, dostupnost provozoven, kvalitní management, finanční situace a investiční aktivita podniku. Negativně je pak hodnocena zejména nižší průměrná kvalita PHM, zjišťovaná z pravidelných kontrol České obchodní inspekce. Z výsledků je tedy evidentní, že potenciál podniku ve zvyšování tržního podílu v budoucnu má své reálné základy a je možné mírné navýšení očekávat.

11.2.4 Prognóza tržního podílu

Predikce tržního podílu společnosti Tank ONO, s.r.o. vychází zejména z historického vývoje, kdy Společnost konzistentně svůj tržní podíl navyšovala a upevňovala tak svou pozici na trhu, což korespondovalo s růstem výtoče PHM a dosažených tržeb. Z analýzy vývoje dosavadního tržního podílu však rovněž vyplývá téměř dokonalý logaritmický trend, jakožto důsledek značné nasycenosti relevantního trhu a velmi omezených investičních možností. Celý relevantní trh se tak nachází ve složité situaci, kdy v důsledku velmi silného konkurenčního boje dochází v posledních letech k častým akvizicím, kdy trh postupně krystalizuje v určitou oligopolní strukturu s omezeným počtem firem, ovládajících velkou část trhu – akvizice Pap Oil, LukOil a Eni holdingem MOL. Běžné petrolejářské společnosti již

nemají v tuzemsku přílišný růstový potenciál vzhledem k nasycenosti trhu a v důsledku potřeby si udržet alespoň stávající tržní podíl, dochází tak k velkému tlaku na cenu, potažmo marži. Strategie oceňované společnosti však právě v takto nasyceném trhu dlouhodobě funguje s tím, že lze do budoucna očekávat pokračování právě logaritmického trendu vývoje tržního podílu. Ten by měl pokračovat do roku 2019 a přiblížit se tak hodnotě 11,75 % relevantního trhu, kdy dojde pravděpodobně k převzetí, případně k pronajmutí ještě několika čerpacích stanic od soukromníků v důchodovém věku. Případné převzetí provozoven od nadnárodních petrolejářských společností management neshledává jako reálné a v následujících letech (2020 a dále) je předpokládána stabilizace tržního podílu na úrovni roku 2019.

Tabulka 28: Prognóza tržního podílu – grafické vyjádření (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 29: Prognóza tržního podílu pro období 1. a 2. fáze (v %)

Rok	Prognóza tržního podílu Společnosti	
	Tržní podíl (%)	Tempo růstu
2009	6,97 %	-
2010	8,36 %	19,89 %
2011	9,17 %	9,65 %
2012	9,77 %	6,58 %
2013	10,19 %	4,31%
2014	10,52 %	3,20 %
2015	10,85 %	3,20 %
2016	11,12 %	2,45 %
2017	11,35 %	2,11 %
2018	11,56 %	1,85 %
2019	11,75 %	1,64 %
Dále	11,75 %	0 %

Zdroj: vlastní zpracování

11.3 Prognóza tržeb

11.3.1 Perspektiva Společnosti

Perspektivnost oceňovaného podniku, jakožto důležitý prvek prognózy tržeb, je hodnocena jednak na základě analýzy atraktivity relevantního trhu, provedé v rámci analýzy vnějšího potenciálu a jednak prostřednictvím analýzy své konkureční síly. Při souhrnné analýze atraktivity trhu jsme došli k závěru, že atraktivita je na cca průměrné úrovni (49 %), přičemž konkureční síla je značně nadprůměrná (73 %), což je důsledek zejména komparační výhody v oblasti prodejních cen PHM. Na základě výše uvedeného lze konstatovat, že společnost Tank ONO, s.r.o. disponuje k datu ocenění významnou perspektivou do budoucna a předpoklad going-concern je tak naplněn.

11.3.2 Prognóza tržeb Společnosti

Predikované tržby Společnosti jsou stanoveny prostřednictvím syntézy prognózy vývoje relevantního trhu a prognózy vývoje tržního podílu oceňovaného podniku. Z metodického hlediska jde pak o součin indexu růstu relevantního trhu a indexu růstu tržního podílu, čímž je získáno tempo růstu tržeb oceňovaného podniku v jednotlivých letech.

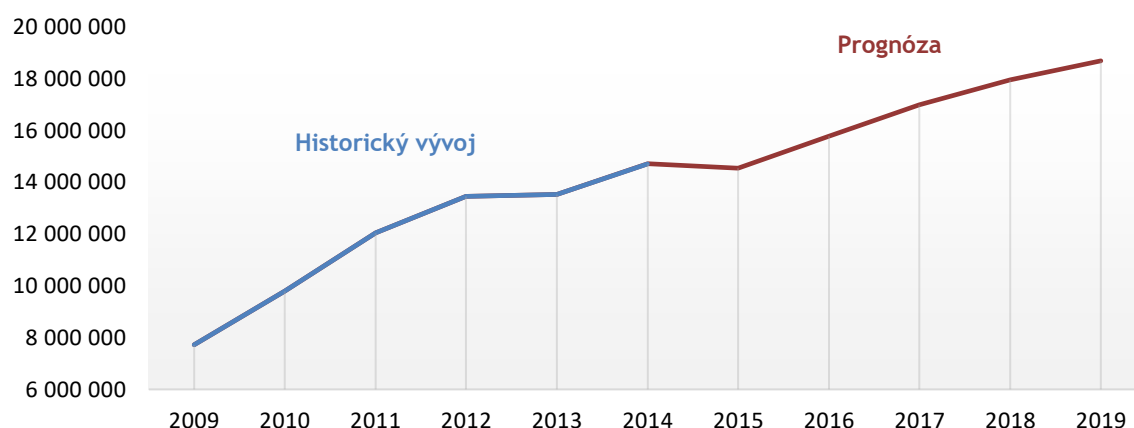
Tabulka 30: Prognóza tržeb společnosti Tank ONO, s.r.o. k datu ocenění

Rok	Prognóza tržeb Tank ONO, s.r.o.			
	Tržby (v tis Kč)	Tempo růstu tržeb	Tempo růstu trhu	Tempo růstu tržního podílu
2009	7 724 278	-	-	-
2010	9 803 489	26,92%	5,9%	19,89 %
2011	12 058 611	23,00%	12,2%	9,65 %
2012	13 455 682	11,59%	4,7%	6,58 %
2013	13 523 361	0,50%	-3,7%	4,31%
2014	14 708 178	8,76%	5,4%	3,20 %
2015	14 544 514	-1,11%	-4,2%	3,20 %
2016	15 782 893	8,51%	5,9%	2,45 %
2017	16 984 298	7,61%	5,4%	2,11 %
2018	17 955 439	5,72%	3,8%	1,85 %
2019	18 690 938	4,10%	2,4%	1,64 %
Dále	X	2,40%	2,4%	0 %

Zdroj: vlastní zpracování

Vzhledem k rostoucímu tržnímu podílu oceňovaného podniku ve všech prognózovaných letech, dochází k dynamičtějšimu růstu tržeb Společnosti v porovnání s růstem relevantního trhu. V roce 2015 došlo k relativně významnému propadu relevantního trhu vlivem markantního poklesu cen ropy na světových trzích (-4,2 %). Dopady tohoto poklesu do tržeb oceňovaného podniku značně zbrzdil právě růst tržního podílu v roce 2015, což determinovalo pokles tržeb Společnosti v tomto roce „pouze“ o 1,11 %. V roce 2016 je prognózováno oživení trhu s postupným logaritmickým trendem do budoucna (postupné zpomalování růstu), determinovaným jak vývojem relevantního trhu, tak tržního podílu.

Tabulka 31: Prognózané tržby společnosti Tank ONO, s.r.o. (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

11.3.3 Délka první fáze

První fáze byla zvolena na **období pěti let**, kdy se již předpokládá určitá stabilizace relevantního trhu resp. odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. Stabilizaci podporuje i fakt, že oceňovaný podnik má v průběhu sledovaných let ustálenou investiční aktivitu a prognóza tak není prováděna v nějakém extrémním bodě investičního cyklu. Pro standardní pětiletou první fázi rovněž hovoří fáze zralosti z hlediska životního cyklu podniku, ve které se Společnost nachází. S ohledem na charakter trhu však není možné mluvit o stabilizaci absolutních hodnot, nýbrž o určitém ustálení tempa růstu do budoucna. Po pěti letech od data ocenění tak dojde ke stabilizaci růstu relevantního trhu na hodnotě 2,4 %, tj. lehce nad úrovní dlouhodobého inflačního cíle ČNB. Souvisle s tím je možné po pěti letech předpokládat již stabilizovaný tržní podíl v hodnotách okolo 1,75 % s nulovým růstovým potenciálem do budoucna. Při syntéze obou pohledů je tak jasné, že od prvního roku druhé fáze do nekonečna budou tržby společnosti Tank ONO, s.r.o. růst pouze na úrovni dlouhodobého růstu relevantního trhu (2,4 %).

11.3.4 Zhodnocení strategické analýzy

Na základě výsledků strategické analýzy lze konstatovat, že společnost Tank ONO, s.r.o. vykazuje velmi dobrou perspektivu do budoucna, založenou na významných komparačních výhodách v podobě diskontní strategie na poli maloobchodního prodeje pohonných hmot. Společnost disponuje absolutně nejnižšími cenami PHM na relevantním trhu, kvalitním a flexibilním managementem s jasnou vizí, fungující strategií a nadprůměrnými finančními výsledky. Právě tyto konkurenční výhody v souhrnu determinují konzistentně rostoucí tržní podíl na již tak velmi nasyceném a z hlediska spotřeby stagnujícím relevantním trhu, což vede k růstu tržeb podniku a splnění principu jeho nekonečného trvání – going concern princip. Na relevantním trhu „zuří“ v současné době silný konkurenční boj, jehož důsledkem je velké množství akvizic a náznaky oligopolní tržní struktury. I přes nižší atraktivitu relevantního trhu však tržby Společnosti během sledovaného období rostou a tento trend je predikován i v následujících letech. **S ohledem na splnění předpokladu nekonečného trvání podniku – going concern princip je možné pro ocenění Společnosti využít metodiky výnosového ocenění.**

12 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

12.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná

Pro potřeby ocenění podniku výnosovými metodami je před prognózou generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu nutné nejprve provést rozdělení majetku na majetek potřebný k provozu podniku a majetek s provozem nesouvisející. Důvodem k rozdělení je především nevyužitelnost určitých aktiv, rozdílná rizikovost užítu z nich plynoucích a odlišný způsob jejich valuace.

Níže je provedena analýza jednotlivých majetkových složek Společnosti pro potřeby jejich identifikace a rozdělení na provozně potřebnou a provozně nepotřebnou složku aktiv.

Dlouhodobý nehmotný majetek

Nehmotný majetek Společnosti je tvořen výhradně nakoupenou licencí za software Post Win, sloužící ke sledování stavu pohonných hmot v nádržích jednotlivých čerpacích stanic Tank ONO. S ohledem na charakter tohoto majetku lze veškerá nehmotná aktiva považovat za provozně nutná.

Dlouhodobý hmotný majetek

Dlouhodobý hmotný majetek představuje v rámci dlouhodobých aktiv naprostou většinu (cca 99 %), přičemž je tvořen jednak pozemky a stavbami souvisejícími s provozem vlastních čerpacích stanic, jednak stavbami v podobě technického zhodnocení na pronajatých čerpacích stanicích. Značnou část rovněž tvoří samostatné movité věci v podobě čerpacích stojanů a jiného příslušenství souvisejícího s provozem podniku. Celý dlouhodobý hmotný majetek je možné považovat za provozně potřebný.

Zásoby

Zásoby podniku tvoří nejdynamičtěji rostoucí položku z celých oběžných aktiv, což je důsledek jednak rozvoje sítě čerpacích stanic, jednak uplatňované strategie Společnosti tvořit určitý „polštář“ pro tlumení volatility cen PHM v důsledku volatility cen ropy na světových komoditních trzích. Podnik tak částečně dokáže odolávat a udržet si původní prodejní ceny několik dní po zdražení. Zásoby v průběhu let rostly dokonce rychleji než celkové tržby, což zapříčinilo růst doby obratu zásob na 3,57 k datu ocenění. Z konkurenčního srovnání je však zřejmé, že Společnost tento ukazatel drží stále na vysoké nadprůměrně pozitivních hodnotách (průměr odvětví cca 9 dní) a nelze tak mluvit o přílišných neefektivnostech v této oblasti. Z těchto důvodů je možné veškeré zásoby zařadit mezi provozně nutná aktiva.

Krátkodobé pohledávky

Krátkodobé pohledávky jsou tvořeny převážně z obchodních vztahů a poskytnutých záloh. Veškeré krátkodobé pohledávky jsou tak klasifikovány jako provozně potřebné.

Krátkodobý finanční majetek

Jedná se o druhou nejvýznamnější složku oběžných aktiv, vykazující v čase značnou dynamiku růstu (cca 110% v průběhu sledovaného období). Ze strukturálního hlediska je krátkodobý finanční majetek tvořen z hotovostních peněz a bankovních účtů, přičemž žádné krátkodobé cenné papíry a podíly podnik neeviduje. Podnik vykazuje ve všech sledovaných letech extrémně vysoké hodnoty peněžní likvidity okolo 0,6, přičemž průměrné odvětvové hodnoty tohoto ukazatele se pohybují okolo 0,1. Tento fakt poukazuje na tvorbu provozně nepotřebných peněžních prostředků. Odborná literatura doporučuje stanovení hodnoty provozně nutných peněžních prostředků na úrovni peněžní likvidity okolo 0,2, což vychází z obecně doporučovaných hodnot tohoto ukazatele, avšak nedochází tak k zohlednění specifík daného odvětví, což snižuje relevantnost této „uzance“. Provozně potřebná výše peněžních prostředků je tak stanovena v logickém intervalu peněžní likvidity 0,1 (odvětví)-0,2 (uzance), kdy se Zhotovitel přiklonil k hodnotě 0,2 zohledňující skutečnost, že Společnost platí velkou část PHM v hotovosti a nikoli na fakturu, což kladé vyšší požadavky na okamžitou likviditu podniku. Takto zvolená provozně potřebná výše koresponduje i s analýzou potřeby čistého pracovního kapitálu.

Dlouhodobé závazky

Tato majetková složka činí v rámci ocenění určité problémy, neboť její původ není zcela jednoznačný (jiné závazky), avšak hodnota značná a není tak jisté, kde tyto závazky v rámci výpočtu vnitřní struktury investovaného kapitálu odečítat. Do roku 2007 Společnost vykazovala tyto závazky jako krátkodobé z obchodních vztahů a tak je k nim také částečně přistupováno i nadále, avšak jejich odpočet v rámci kvantifikace investovaného kapitálu probíhá separátně na provozně nutném pracovním kapitálu a dlouhodobém majetku, aby nedošlo ke snížení relevantnosti pracovního kapitálu při jeho prognóze do budoucna.

Tabulka 32: Provozně nutný investovaný kapitál za roky 2010-2014 (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý majetek - provozně nutný	134 217	147 994	140 529	181 234	204 986
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 194	1 020	1 370	1 382	1 602
Dlouhodobý hmotný majetek	133 023	146 974	139 159	179 777	203 295
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	75	89
Pracovní kapitál - provozně nutný	252 319	285 017	291 199	300 410	261 044
Zásoby	51 626	76 932	120 665	163 540	141 122
Krátkodobé pohledávky	334 225	396 563	358 274	363 195	323 623
Peněžní prostředky - provozně nutné	33 790	47 570	47 409	57 050	51 402
- provozně nepotřebné	53 608	60 716	93 917	94 183	136 447
Časové rozlišení aktivní	1 631	1 801	1 907	1 883	1 905
Krátkodobé závazky	168 952	237 849	237 046	285 248	257 008
Časové rozlišení pasivní	1	0	10	10	0
Dlouhodobé závazky	357 841	384 996	413 692	464 200	464 200
Provozně nutný investovaný kapitál	28 695	48 015	18 036	17 444	1 830

Zdroj: vlastní zpracování

12.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

V návaznosti na kvantifikaci provozně nutného investovaného kapitálu a provozních aktiv s ním souvisejících je třeba rovněž vyčíslit a zohlednit výnosy a náklady související právě s provozně nepotřebnými aktivy. Aplikací těchto úprav na provozní výsledek hospodaření Společnosti dojde ke kvantifikaci korigovaného provozního výsledku hospodaření (dále také jako „KPVH“), jakožto základu výpočtu volných peněžních toků.

Vzhledem k tomu, že Společnost vyjma nadbytečného množství peněžních prostředků nedisponuje žádným provozně nepotřebným majetkem, zahrnuje úprava provozního výsledku hospodaření korekce především o jednorázové položky a finanční položky provozního charakteru. Z provozního výsledku hospodaření společnosti Tank ONO, s.r.o. byly vyloučeny zejména tržby a zůstatková cena z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu vzhledem ke své jednorázové povaze a naopak došlo k přičtení výnosových úroků za implicitního předpokladu, že pochází z provozně potřebných peněz na bankovních účtech. S ohledem na charakter ostatních finančních výnosů a nákladů – kurzové zisky a ztráty z prodeje PHM, bylo rovněž rozhodnuto o jejich započtení do KPVH, poněvadž se týkají hlavního provozu podniku.

Níže uvedená tabulka zobrazuje kvantifikaci korigovaného provozního výsledku hospodaření za skutečné roky 2010-2014. Pro potřeby propočtů generátorů hodnoty je KPVH v této fázi vyjádřen před odpočtem daní a odpisů.

Tabulka 33: Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a daní za roky 2010-2014 (v tis. Kč)

		2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření		90 527	94 771	75 802	62 109	112 138
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	(-)	45	50	0	0	420
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	(+)	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	(+)	39	45	44	10	5
Ostatní finanční výnosy	(+)	6 123	16 484	15 038	17 904	10 186
Ostatní finanční náklady	(-)	65 403	78 977	87 392	84 957	90 788
KPVH před daní	(=)	31 241	32 273	3 492	-4 934	31 121
Odpisy dlouhodobého majetku	(+)	15 918	18 617	19 361	18 692	19 253
KPVH před daní a odpisy	(=)	47 159	50 890	22 853	13 758	50 374

Zdroj: vlastní zpracování

12.3 Generátory hodnoty

Na základě veškerých výše uvedených skutečností, vedoucích ve svém souhrnu ke splnění principu going concern, je třeba sestavit zdůvodněný finanční plán pro výnosové ocenění Společnosti, vycházející ze základních podnikohospodářských veličin determinujících hodnotu oceňované společnosti – generátory hodnoty.

12.3.1 Tržby

Ze závěrů strategické analýzy je v tuto chvíli již k dispozici zdůvodněná projekce budoucích tržeb Společnosti včetně zohlednění omezujících kapacitních možností plynoucích z možnosti nákupu či pronajmutí nových provozoven od malých živnostníků. Samotné využití kapacit v rámci jednotlivých čerpacích stanic je limitováno zejména velikostí nádrží k uskladnění PHM, diferencovaných dle statistických výtočí v jednotlivých regionech. Tato omezující podmínka je však do značné míry irelevantní, neboť nákup a doplnění PHM od dodavatelů je možné realizovat velmi promptně - i několikrát denně.

Tabulka 34: Prognóza tržeb Společnosti ke dni ocenění, tj. k 31. 12. 2014 (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Celkové tržby	14 708 178	14 544 514	15 782 893	16 984 298	17 955 439	18 690 938
Tempo růstu tržeb	8,76%	-1,11%	8,51%	7,61%	5,72%	4,10%

Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj relevantního trhu a zpomalující růst tržního podílu přímo determinuje logaritmický trend vývoje tržeb Společnosti, vyjma roku 2015, u kterého se předpokládá silné ovlivnění skokovým poklesem cen ropy na světových trzích ke konci roku 2014. Od prvního roku druhé fáze je pak předpokládán růst tržeb na úrovni dlouhodobého tempa růstu relevantního trhu (2,4 %).

12.3.2 Provozní zisková marže

Při výpočtu ziskové marže jsou zpracovány dvě relativně nezávislé prognózy, vycházející jednak ze zdůvodněného vývoje konkurenční pozice podniku (prognóza shora), jednak z predikovaného vývoje provozních nákladových položek (prognóza zdola), přičemž obě tyto prognózy je třeba vzájemně sladit tak, aby byly zdůvodněně reálné a shodné.

Následující tabulka kvantifikuje provozní ziskovou marži Společnosti za historické roky 2010-2014, kdy je vypočtena jako podíl korigovaného provozního zisku před odpisy a daněmi na celkových vykázaných tržbách. Odpisy nejsou v této fázi zahrnuty do propočtu ziskové marže, neboť jsou v predikovaných letech výstupem prognózy dlouhodobého majetku, který bude zpracován v následujících kapitolách. Hodnoty provozní ziskové marže vykazují analogický vývoj v porovnání s běžnou obchodní marží, již analyzovanou v rámci rozboru rentability oceňovaného podniku (viz kap. 10.3.1), tj. degresivní trend v letech 2010-2013 s následným oživením v roce 2014. Příčiny vývoje v prvních čtyřech sledovaných letech je pak třeba hledat v růstu cen ropy, pohonných hmot a následného utlumení poptávky, to vše při zachování své diskontní prodejní politiky. Poslední čtvrtletí roku 2014 však přineslo strmý pád cen ropy a ropných produktů, což poptávku po PHM oživilo a marže pozitivně ovlivnilo.

Tabulka 35: Analýza ziskové marže shora (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
KPVH před daní a odpisy	47 159	50 890	22 853	13 758	50 374
Celkové tržby	9 803 489	12 058 611	13 455 682	13 523 361	14 708 178
Zisková marže	0,48%	0,42%	0,17%	0,10%	0,34%

Zdroj: vlastní zpracování

Následně je třeba identifikovat a analyzovat hlavní faktory, u nichž lze zdůvodněně předpokládat ovlivnění ziskové marže v budoucnu. Mimo nejdůležitější provozní nákladové položky (osobní náklady, kurzové ztráty) se tak jedná zejména o vliv konkurenční pozice podniku, resp. konkurenční strukturu, jejíž zhodnocení již bylo provedeno v rámci strategické analýzy. Právě faktor konkurenční pozice je shledáván jako primární, v souvislosti s vyčíslením přidané hodnoty (tržby za prodané zboží, náklady na prodané zboží), a bude mu tak věnována samostatná analýza. Pro potřeby zachování kontinuity této práce budou zhodnoceny základní faktory konkurenční pozice prostřednictvím Porterova modelu.

Přímá konkurence, dodvatelé, odběratelé a vazby k nim – (2, 5, 3 body z 6)

Společnost se pohybuje na vysoce konkurenčním trhu, jehož nasycení je v tuzemsku téměř úplné a hustota čerpacích stanic velmi vysoká. Pro potřeby komparační výhody a udržení, resp. mírný růst tržního podílu v budoucnu, podnik navíc využívá strategie nejnižších prodejních cen PHM na trhu, což markatně snižuje již tak velmi nízkou přidanou hodnotu v odvětví. Z hlediska dodavatelů disponuje Společnost určitou vyjednávací silou, kdy je vybírán z množství tuzemských i zahraničních dodavatelů vždy ten cenově nejvýhodnější pro horizont týdenního zásobování čerpacích stanic Tank ONO. Je však třeba zdůraznit, že nejdůležitějším tuzemským distributorem PHM je společnost ČEPRO a.s., dodávající ropné produkty do velké většiny čerpacích stanic na území ČR a vyjednávací pozice je tak extrémně nízká. Pro udržení nejnižších prodejních cen na trhu tak podnik často vybírá alternativní zahraniční dodavatele a vyjednávací pozice tak mírně klesá. Naopak velký cenový tlak a nižší vyjednávací pozici má Společnost ve vztahu ke svým odběratelům, neboť svou cenovou strategií deklaruje nejnižší ceny v regionu, v čemž také spočívá základní konkurenční výhoda podniku. Obrovské množství odběratelů nejrozličnějších příjmových skupin zajišťuje podniku dostatečný zisk i v případě velmi nízkých marží, avšak vazba na zákazníka je relativně slabá a nelze tak mluvit o jakékoli zákaznické loajalitě k dané společnosti, tj. v případě navýšení cen dojde k masivnímu odklonu zákazníků ke konkurenci. Intenzivní konkurence v odvětví a vysoká vyjednávací síla odběratelů snižuje potenciál růstu marže.

Stupeň standardizace produktu (2 body z 6)

Nabízený produkt je v daném odvětví vysoce standardizovaný, kdy dochází pouze k drobným nuancím z hlediska kvality, oktanového čísla či množství aditiv a konkurenční podniky tak nabízejí téměř dokonalé substituty. Loajalita zákazníka k určité značce je tak velmi nízká a cenový aspekt je pro většinu odběratelů rozhodující. Výše uvedený faktor tak potenciál růstu marže jednoznačně snižuje.

Stabilita poptávky – (5 bodů z 6)

Poptávka po pohonných hmotách Společnosti dlouhodobě stabilně roste, kdy např. v roce 2011 byla roční výtoč 420 milionů litrů (Natural, nafta), v roce 2014 pak cca 533 milionů litrů PHM s tím, že dlouhodobě klesá výtoč motorového benzínu na úkor motorové nafty. Tento strukturální trend je dlouhodobě rostoucí i na úrovni celého relevantního trhu, přičemž konjunkturální cyklus ovlivňuje zejména poptávku po motorové naftě.

Růst trhu – (2 body z 6)

Poptávka po PHM na agregované úrovni celého relevantního trhu je dlouhodobě stabilní na úrovni okolo 5,5 mld. litrů ročně s relativně nízkou citlivostí na konjunkturální cyklus, přičemž relevantní trh je s ohledem na množství konkurence maximálně nasycen. Vliv na intenzitu konkurence tak roste, což má degresivní vliv na marži.

Velikost tržních bariér – (4 body z 6)

Vstupu do odvětví brání zejména extrémní nasycenost trhu, velmi silné konkurenční prostředí a minimální ziskové marže. V současné době již téměř neexistují lokality, kde by bylo možné novou čerpací stanicí postavit „na zelené louce“. Rozšiřování a posilování tržní pozice jednotlivých společností je tedy prováděno zejména odkupy menších soukromých čerpacích stanic, za které současní velcí konkurenti dokáží velmi dobře zaplatit. Vstup na relevantní trh tak navíc vyžaduje relativně vysokou kapitálovou investici. Tento faktor tak působí na potenciál růstu ziskové marže spíše pozitivně.

Možnosti substituce – (4 body z 6)

Substituce pohonných hmot v širším slova smyslu (motorový benzin, motorová nafta, LPG, CNG a jiná alternativní paliva) není v současné době proveditelná a produkty Společnosti tak nemají prakticky žádné významnější substituty. Reálnou hrozbu je však třeba vnímat zejména v oblasti elektromobility, kde lze předpokládat distribuci energie prostřednictvím oligopolní struktury energetických společností a marže by tak v budoucnu mohla mít degresivní potenciál.

Tabulka 36: Hodnocení konkurenční struktury Společnosti

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení konkurenční struktury							Váha × Body
		Negativní		Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6	
Přímí konkurenti	3			x					6
Odběratelé	3				x				9
Dodavatelé	3			x					6
Standardizace produktu	1			x					2
Stabilita poptávky	5						x		25
Růst trhu	5			x					10
Velikost tržních bariér	1					x			4
Možnosti substituce	3					x			12
Celkem	24								74
Maximální počet bodů	144								
Dosažený počet bodů	74								
Hodnocení	51%								

Analýza konkurenční struktury byla provedena na bázi 8 kritérií, jímž je přiřazena váha 1 až 5 a obodována na škále 0-6 bodů. Výsledné zhodnocení rostoucího potenciálu ziskové marže bylo stanoveno jako průměrné až lehce nadprůměrné a lze tak očekávat stabilizaci, případně velmi lehké navýšení ziskové marže v budoucnu, kde hlavními faktory determinující tento trend je stabilní poptávka, vyšší bariéry vstupu do odvětví a relativní neexistence substitutů.

Mezi další významné položky, ovlivňující velikost ziskové marže vypočtenou z korigovaného výsledku hospodaření před odpisy jsou, **osobní náklady** a **kurzové zisky/ztráty** resp. ostatní finanční výnosy a náklady.

Velmi důležitou položkou, ovlivňující velikost ziskové marže jsou tradičně osobní náklady, jejichž podíl na celkových tržbách se pohyboval v posledních několika letech relativně stabilně okolo 0,9 % s nepatrně klesající tendencí. Pro potřeby predikce této položky je však vytvořena sofistikovanější analýza osobních nákladů, pracující jednak s průměrnou náročností nových zaměstnanců na dodatečnou čerpací stanici, jednak s průměrnými mzdovými náklady na dodatečného nového zaměstnance. Na základě informací z let 2010 - 2014 byla zjištěna průměrná náročnost jedné čerpací stanice na zaměstnance okolo 12,5 člověka včetně vedoucího, s čímž lze vzhledem k nepřetržitému provozu čerpací stanice včetně směnárny souhlasit. Osobní náklady na dodatečného zaměstnance pak byly kvantifikovány jako průměr z podílu mzdových nákladů (hrubá mzda) vyčíslených na průměrný přepočtený počet zaměstnanců, dostupný z finančních výkazů Společnosti za sledované roky 2010-2014 v hodnotě 226 tis. Kč včetně 34 % SZP za zaměstnavatele.

Tabulka 37: Analýza osobních nákladů v letech 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Průměrný přepočtený počet zaměstnanců	308	333	386	396	419
Počet nových zaměstnanců/rok	50	25	53	10	23
Počet čerpacích stanic	26	28	31	33	35
Počet nových čerpacích stanic/rok	4	2	3	2	2
Noví zaměstnanci/čerpací stanici	12,50	12,50	17,67	5	11,50
Mzdové náklady na zaměstnance/rok (tis. Kč)	230	228	220	228	224
Mzdové náklady celkem (tis. Kč)	70 718	76 043	85 108	90 252	94 062
SZP za zaměstnavatele (34 %) (tis. Kč)	23 977	25 813	28 878	30 414	31 919
Osobní náklady celkem (tis. Kč)	94 695	101 856	113 986	120 666	125 981

Zdroj: finanční výkazy Společnosti, vlastní zpracování

Predikce osobních nákladů je pak stanovena pomocí předpokládaného počtu nových provozoven a s tím souvisejícího nárůstu osobních nákladů, kdy s ohledem na extrémní hustotu sítě čerpacích stanic v tuzemsku a predikovaný logaritmický vývoj tržního podílu Společnosti je nepravděpodobné udržení trendu 2 nových čerpacích stanic ročně. Predikovaný rok 2015 tak Zhotovitel pokládá za poslední rok reálného dodržení trendu 2 nových čerpacích ročně s tím, že v následujících predikovaných letech 2016-2019 je prognózován roční růst pouze o jednu provozovnu.

Následující tabulka shrnuje predikci osobních nákladů v letech 2015-2019, kde nárůst těchto nákladů byl v jednotlivých letech vypočten jako součin průměrných mzdových nákladů na zaměstnance za rok (226 tis. Kč) a ročního přírůstu nových zaměstnanců za aproximativního předpokladu náročnosti 12,5 člověka na novou čerpací stanici.

Tabulka 38: Prognóza osobních nákladů pro roky 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Průměrný přepočtený počet zaměstnanců	444	456,5	469	481,5	494
Počet nových zaměstnanců/rok	25	12,5	12,5	12,5	12,5
Počet čerpacích stanic	37	38	39	40	41
Počet nových čerpacích stanic/rok	2	1	1	1	1
Noví zaměstnanci/čerpací stanici	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Mzdové náklady na zaměstnance/rok (tis. Kč)	226	226	226	226	226
Mzdové náklady celkem (tis. Kč)	100 419	103 247	106 074	108 901	111 728
SZP za zaměstnavatele (34 %), (tis. Kč)	34 143	35 104	36 065	37 026	37 987
Osobní náklady celkem (tis. Kč)	134 562	138 350	142 139	145 927	149 715

Zdroj: vlastní zpracování

Relevantnost predikovaných osobních nákladů dokládá i skutečnost, že podíl těchto nákladů na celkových ročních tržbách dosahuje v letech 2015-2019 hodnot okolo 0,8-0,9 %, což je plně v souladu s historickým trendem.

Důležitou položkou, ovlivňující velikost ziskové marže jsou rovněž kurzové zisky/ztráty, resp. ostatní finanční výnosy a náklady, jejichž podíl na celkových tržbách se pohyboval u finančních výnosů v průměrné hodnotě 0,1 %, u finančních nákladů je pak zjevný jejich degresivní trend podílu na celkových tržbách v čase. Tento jednoznačný historický trend obou relativních podílů je vhodně využít při predikci první fáze, kdy podíl ostatních finančních výnosů setrvá na dlouhodobé hodnotě 0,1% a podíl ostatních finančních nákladů degresivně konverguje k hodnotě 0,60 %.

Tabulka 39: Analýza finančních výnosů ve vztahu k celkovým tržbám za roky 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Finanční výnosy (kurzové zisky)/tržby	0,06%	0,14%	0,11%	0,13%	0,07%
Finanční náklady (kurzové ztráty)/tržby	0,67%	0,65%	0,65%	0,63%	0,62%

Zdroj: vlastní zpracování

Predikovaná zisková marže shora vychází z veškerých výše uvedených faktorů, přičemž primárně je determinována konkurenční pozicí Společnosti, z jejíž analýzy vyplynul průměrný až lehce nadprůměrný růstový potenciál do budoucna, tj. stabilizovaná hodnota ziskové marže s případným lehkým růstem tak, jak shrnuje následující tabulka

V rámci predikce je však třeba zohlednit ještě dodatečný faktor týkající se stanovení cen ropy na finančních trzích s následným vlivem na stanovení jednotných výkupních cen PHM od rafinérií skrz komoditní burzu v Rotterdamu. Je tedy evidentní, že predikce ceny ropy ovlivňuje relevantní trh jako celek a bude mít na predikovanou marži fatální vliv s tím, že Společnost může svou marži pozitivně ovlivňovat jen ve velmi omezené míře s ohledem

na deklarovanou politiku nejnižších cen v regionu. Markantní pokles cen ropy v roce 2015 tedy náklady na prodané zboží tedy plošně sníží, Tank ONO však bude nuceno pro zachování své konkurenční výhody snížit své prodejní ceny PHM více než konkurence a efekt navýšení své ziskové marže tak bude do určité míry potlačen.

Tabulka 40: Predikce ziskové marže shora

	2015	2016	2017	2018	2019
KPVH před daní a odpisy	90 247	100 865	106 793	101 078	107 408
Celkové tržby	15 544 514	15 782 893	16 948 298	17 955 439	18 690 938
Provozní zisková marže	0,62%	0,64%	0,63%	0,56%	0,57%

Zdroj: vlastní zpracování

Pro predikci ziskové marže zdola je třeba nejprve kvantifikovat veškeré výnosové a nákladové položky v poměru k celkovým tržbám v letech 2010-2014, přičemž je třeba klást důraz zejména na nejvýznamnější z nich. Mezi tyto položky lze zařadit především následující: celkové tržby, náklady vynaložené na prodané zboží, osobní náklady či kurzové zisky a ztráty (ostatní finanční výnosy a náklady). Právě takto sestavená prognóza zajistí reálně podloženou strukturu výnosů a nákladů, jejíž určitý rámec a aproximativní hodnota již byla stanovena prostřednictvím výše provedené prognózy shora.

Následující tabulka uvádí veškeré položky výnosů a nákladů, kvantifikující korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní a odpisy, to vše v relaci k celkovým tržbám pro účely vyčíslení provozní ziskové marže zdola.

Tabulka 41: Analýza položek KPVH ve vztahu k celkovým tržbám za roky 2010-2014 (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	99,78%	99,79%	99,81%	99,82%	99,80%
Náklady na prodané zboží	97,37%	97,82%	98,10%	98,19%	97,90%
Obchodní marže	2,41%	1,97%	1,72%	1,63%	1,91%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	0,22%	0,21%	0,19%	0,18%	0,20%
Výkonová spotřeba	0,47%	0,38%	0,34%	0,36%	0,33%
Přidaná hodnota	2,16%	1,80%	1,56%	1,45%	1,78%
Osobní náklady	0,97%	0,84%	0,85%	0,89%	0,86%
Daně a poplatky	0,001%	0,005%	0,001%	0,002%	0,004%
Změna stavu rezerv a OP	0,12%	0,01%	-0,09%	0,00%	0,04%
Ostatní provozní výnosy	0,02%	0,01%	0,02%	0,06%	0,02%
Ostatní provozní náklady	0,02%	0,01%	0,11%	0,01%	0,01%
Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	0,06%	0,14%	0,11%	0,13%	0,07%
Ostatní finanční náklady	0,67%	0,65%	0,65%	0,63%	0,62%
Provozní zisková marže	0,48%	0,42%	0,17%	0,10%	0,34%

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost disponuje u velkého množství položek relativně ustáleným podílem na celkových tržbách bez markantnějších výkyvů v průběhu sledovaného období 2010-2014. Zvýšená volatilita je evidována pouze u změny stavu rezerv a opravných položek, jejichž

hodnota však celkovou valuaci Společnosti neovlivňuje (pouze účetní operace) a proto je prognóza této položky stanovena v nulové výši.

Predikce celkových tržeb je výstupem strategické analýzy, avšak v této fázi je třeba provést jejich strukturální rozdělení na tržby za prodej zboží, vykazující stabilní trend okolo 99,8 % z celkových tržeb a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb s dlouhodobým trendem okolo 0,20 % z celkových tržeb. Pro predikci je rovněž důležitá analýza nejdůležitějších nákladových položek, zejména pak nákladů na prodané zboží, osobních nákladů a ostatních finančních nákladů (kurzové ztráty).

Náklady na prodané zboží jsou primárně ovlivněny cenou ropy typu Brent, ovlivňující jednotné výkupní ceny PHM od rafinérií stanovené na komoditní burze v Rotterdamu. S ohledem na dramatický pokles ceny ropy v posledním čtvrtletí roku 2014 a sestavenou predikci cen ropy typu Brent (viz kap. 11.1.6), je predikováno v roce 2015 značné snížení výkupních velkoobchodních cen pohonných hmot od dodavatelů a to dynamičtěji v porovnání s maloobchodními prodejními cenami pro koncové spotřebitele. Jedná se o běžný trend relevantního trhu, kdy se společnosti snaží při snížení ceny ropy využít příležitosti a podpořit své velmi nízké ziskové marže právě na úkor spotřebitele. Z výše uvedených skutečností je tedy zřejmé, že poměr nákladů na prodané zboží k celovým tržbám nejprve v roce 2015 markantněji poklesne, přičemž v letech 2016 až 2019 bude docházet vlivem mírného nárůstu cen ropy v důsledku její stabilizace naopak k růstu tohoto poměru. Stále je však třeba mít na paměti cenovou politiku Společnosti, která možnosti markantnějšího navyšování ziskové marže do značné míry znemožňuje.

Detailní predikce osobních nákladů a ostatních finančních nákladů, potažmo ostatních finančních výnosů (kurzové zisky a ztráty), je součástí předchozího textu věnovaného predikci ziskové marže shora.

Tabulka 42: Predikce ziskové marže zdola (v %)

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	99,80%	99,80%	99,80%	99,80%	99,80%
Náklady na prodané zboží	97,60%	97,65%	97,70%	97,80%	97,80%
Obchodní marže	2,20%	2,15%	2,10%	2,00%	2,00%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Výkonová spotřeba	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%
Přidaná hodnota	2,10%	2,00%	1,95%	1,85%	1,85%
Osobní náklady	0,93%	0,88%	0,84%	0,81%	0,80%
Daně a poplatky	0,003%	0,003%	0,003%	0,003%	0,003%
Změna stavu rezerv a OP	-	-	-	-	-
Ostatní provozní výnosy	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Ostatní provozní náklady	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Ostatní finanční náklady	0,61%	0,59%	0,59%	0,58%	0,58%
Provozní zisková marže	0,62%	0,64%	0,63%	0,56%	0,57%
KPVH před daní a odpisy (v tis. Kč)	97 520	100 865	106 793	101 078	107 408

Z výše uvedené tabulky vyplývá markantní nárůst ziskové marže v roce 2015, způsobený především právě globálním propadem cen ropy s tím, že v následujících letech je predikován lehce degresivní trend ziskové marže před daní a odpisy se stabilizací v posledních letech okolo hodnot 0,56-0,57 %.

12.3.3 Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

Další text je primárně zaměřen na analýzu čistého pracovního kapitálu, resp. investic do něj, jakožto dalšího generátoru hodnoty podniku. Je však třeba upozornit, že jeho kvantifikace pro potřeby ocenění se mírně odlišuje od podoby využití v rámci finanční analýzy, neboť oběžná aktiva jsou zde vyčíslena pouze v provozně nutné výši a od nich jsou následně odečteny nikoli celkové krátkodobé dluhy, nýbrž pouze krátkodobé závazky, tj. neúročený krátkodobý cizí kapitál. Pro potřeby predikce jednotlivých složek čistého pracovního kapitálu byly využity doby obratu vztažené k celkovým tržbám, tj. tržby za prodané zboží a tržby za vlastní výrobky a služby.

Zásoby

Zásoby Společnosti jsou v průběhu všech sledovaných let tvořeny především zbožím v podobě PHM, přičemž nepatrnou část tvoří rovněž materiál v podobě pořízeného drobného dlouhodobého majetku. Veškeré zásoby byly identifikovány jako provozně potřebné (viz kap. 12.1). Doba obratu zboží vykazovala v průběhu sledovaných let 2010-2014 jednoznačně rostoucí trend s jediným poklesem v posledním sledovaném roce, jakožto důsledek poklesu cen PHM, obnovení poptávky na relevantním trhu a víru v pokračující pokles cen ropy v průběhu roku 2015. Doba obratu materiálu v prvních třech sledovaných letech kolísala, přičemž v posledních dvou letech došlo k ustálení na hodnotě 0,020 dne.

Tabulka 43: Analýza doby obratu zásob (ve dnech)

	2010	2011	2012	2013	2014
Materiál	0,010	0,026	0,015	0,021	0,020
Zboží	1,91	2,30	3,26	4,39	3,48
Zásoby celkem	1,92	2,33	3,27	4,41	3,50

Zdroj: vlastní zpracování

Predikce doby obratu jednotlivých položek zásob vychází jednak z historického vývoje, jednak z predikovaného vývoje cen ropy potažmo PHM, ovlivňující potřebu tvořit „polštář“ pro tlumení volatility svých prodejních cen pohonných hmot. Predikce doby obratu zboží na roky 2015-2016 vychází z logaritmické extrapolace minulé časové řady, kdy je predikován růst na 4,19 dne pro rok 2015 a 4,40 dne v roce 2016. Společnost se v těchto letech bude snažit vykupovat větší množství velmi levných PHM (predikce cen ropy), poněvadž bude po dosažení dna propadu cen ropy v roce 2015 postupně docházet k logickému opětovnému nárůstu cen této komodity a následnému růstu výkupních cen PHM od dodavatelů. V roce 2017 je prognózován vrchol doby obratu zboží na úrovni 4,50 dne, následně v letech 2018-2019 je predikován lehký pokles a ustálení na hodnotě 4,40 dne. Doba obratu materiálu je pro prognózované roky 2015-2019 stanovena na úrovni 0,020 dne, odpovídající stabilizovaným hodnotám doby obratu této položky z posledních skutečných let.

Tabulka 44: Predikce doby obratu zásob (ve dnech)

	2015	2016	2017	2018	2019
Materiál	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Zboží	4,19	4,40	4,50	4,40	4,40
Zásoby celkem	4,21	4,42	4,52	4,42	4,42

Zdroj: vlastní zpracování

Krátkodobé pohledávky

Na základě rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná (viz kap. 12.1) byly stejně jako v předchozím případě veškeré krátkodobé pohledávky klasifikovány jako provozně nutné. Společnost eviduje ve všech sledovaných letech naprostou většinu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů, přičemž určité minoritní částky jsou evidovány také v rámci daňových pohledávek či krátkodobých poskytnutých záloh. Doba obratu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů vykazuje v průběhu celého sledovaného období jednoznačně klesající, tj. zlepšující se trend. Jedná se o důsledek nové odběratelsko-dodavatelské politiky Společnosti, mající za cíl zkrácení doby splatnosti svých faktur na cca 7 dní (cca 4 krát do měsíce), včetně zkrácení doby potřebné na vyfakturování svých odběratelů. Doby obratu ostatních položek krátkodobých pohledávek vykazují značně volatilní tendence, což s ohledem na jejich minoritní hodnoty příliš neovlivňuje dobu obratu obratu krátkodobých pohledávek jako celku a primárním determinantem trendu jsou tak především krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů.

Tabulka 45: Analýza doby obratu krátkodobých pohledávek (ve dnech)

	2010	2011	2012	2013	2014
Pohledávky z obchodních vztahů	11,92	11,73	9,36	9,19	7,90
Stát - daňové pohledávky	0,01	0,06	0,28	0,46	0,00
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,52	0,20	0,08	0,15	0,12
Dohadné účty aktivní	0,001	0,001	0,001	0,000	0,002
Jiné pohledávky	0,000	0,003	0,001	0,004	0,003
Krátkodobé pohledávky celkem	12,44	12,00	9,72	9,80	8,03

Zdroj: vlastní zpracování

Predikované hodnoty doby obratu krátkodobých pohledávek jsou s ohledem na výše uvedenou volatilitu minoritních položek stanoveny následujícím způsobem. Prognóza doby obratu pohledávek z obchodních vztahů je základem pro prognózu doby obratu krátkodobých pohledávek jako celku. Společnost cíluje splatnost svých faktur vydaných na cca 7 dní, z čeho vychází i prognóza pohledávek z obchodních vztahů, kdy v následujících třech predikovaných letech dochází k postupné konvergenci k hodnotě 7 dní. V roce 2018 je pak cílovaná hodnota splatnosti dosažena a doba obratu v ostatních prognózovaných letech ustálена právě na hodnotě sedmi dní.

S ohledem na volatilitu minoritních položek byly tyto krátkodobé pohledávky predikovány v agregované podobě, kde pro jejich prognózu dob obratu byl zvolen medián z let 2010-2014 v hodnotě 0,36 dne.

Tabulka 46: Predikce doby obratu krátkodobých pohledávek (ve dnech)

	2015	2016	2017	2018	2019
Pohledávky z obchodních vztahů	7,60	7,30	7,15	7,00	7,00
Ostatní krátkodobé pohledávky	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
Krátkodobé pohledávky celkem	7,96	7,66	7,51	7,36	7,36

Zdroj: vlastní zpracování

Krátkodobý finanční majetek

Tento majetek je strukturálně složen jednak z hotovostních peněžních prostředků, jednak z peněžních prostředků na bankovních účtech, přičemž z kap. 12.1 vyplývá provozně potřebná výše krátkodobého finančního majetku v hodnotě 20 % krátkodobých závazků, tj peněžní likvidity na úrovni 0,2. Prognóza provozně nutných peněžních prostředků v jednotlivých letech 2015-2019 je pak kvantifikována jako součin hodnoty 0,2 a prognózované hodnoty krátkodobých závazků v jednotlivých letech. Je však třeba upozornit, že provozně nutná výše peněžních prostředků musí být plně v souladu s predikovanou hodnotou krátkodobého finančního majetku jako celku, jež je výsledkem prognózovaného výkazu peněžních toků.

Krátkodobé závazky

Ze strukturálního hlediska jsou krátkodobé závazky tvořeny především závazky ke společníkům, závazky z obchodních vztahů a krátkodobými přijatými zálohami za PHM. V určité minoritní výši jsou však evidovány rovněž závazky ze SZP, závazky za daň z příjmu a dohadné účty pasivní. Doba obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů vykazuje ve sledovaných letech 2010-2014 relativně vysokou volatilitu s tím, že dlouhodobý trend je jednoznačně rostoucí, čemuž bude odpovídat i predikce. Doba obratu závazků za zaměstnance vykazuje v letech 2010-2013 relativně stabilní hodnoty v průměru okolo 0,17 dne s tím, že v posledním sledovaném roce došlo k ojedinělému markantnímu poklesu těchto závazků a s tím související doby obratu. Doba obratu daňových závazků disponuje relativně vysokou volatilitou, kdy z historického hlediska vykazují hodnoty nejprve degresivní trend po tři roky s následným citelným navýšením v posledním sledovaném roce. Tento trend je pozorován i v průběhu značně delšího časového horizontu, kdy vždy po třech degresivních letech dojde k markantnějšímu navýšení daňových závazků, případně doby obratu těchto závazků. Doba obratu závazků ze SZP se v průběhu sledovaného období ustálila na hodnotě 0,09 dne. Přijaté zálohy vykazovaly v letech 2010-2014 relativně stabilní hodnoty dob obratu dosahujících v průměru okolo 1,26 dne. Dohadné účty pasivní vykazovaly z hlediska doby obratu spíše klesající tendenci s ustálením v posledních třech letech okolo hodnoty 0,10 dne. Položka jiné závazky vykazuje vyjma posledního sledovaného roku nulové hodnoty.

S ohledem na příliš slabou vazbu mezi závazky ke společníkům a celkovými tržbami Společnosti, není predikce této položky provedena ve vztahu k době obratu z tržeb, nýbrž její hodnoty jsou analyzovány a predikovány v absolutních hodnotách. Tato nejvýznamnější složka krátkodobých závazků v průběhu sledovaných let rostla, přičemž v letech 2013 a 2014 se ustálila na hodnotě 130 573 tis. Kč.

Tabulka 47: Analýza doby obratu krátkodobých závazků (ve dnech)

	2010	2011	2012	2013	2014
Závazky z obchodních vztahů	0,57	1,70	1,43	2,44	1,46
Závazky ke společníkům (v tis. Kč)	103 573	124 573	124 573	130 573	130 573
Závazky k zaměstnancům	0,19	0,16	0,16	0,17	0,02
Závazky ze SZP	0,10	0,09	0,09	0,09	0,09
Stát - daňové závazky	0,14	0,06	0,01	0,02	0,15
Krátkodobé přijaté zálohy	1,27	1,23	1,27	1,33	1,18
Dohadné účty pasivní	0,16	0,18	0,09	0,12	0,10
Jiné závazky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14
Krátkodobé závazky celkem	6,29	7,20	6,43	7,70	6,38

Zdroj: vlastní zpracování

Doba obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů je v následujících třech predikovaných letech kvantifikována prostřednictvím lineární extrapolace minulé časové řady, korigovanou v každém roce expertním odhadem o 0,5 dne. Dochází tak v těchto letech k postupnému nárůstu doby obratu/inkasa, přičemž ke konci první fáze je následně prognózován mírný pokles a ustálení na hodnotě 2,00 dne. Závazky ke společníkům byly v jednotlivých letech 2015-2019 stanoveny v absolutní úrovni na hodnotě 130 573 tis. Kč, vycházející ze stabilizace této položky v posledních dvou skutečných letech. Predikce doby obratu krátkodobých závazků za zaměstnance je stanovena jako průměr z let 2010-2013 na hodnotě 0,17 dne. Hodnota z roku 2014 nebyla záměrně využita s ohledem na její extrém. Doba obratu daňových závazků byla stanovena na úrovni průměru za roky 2010-2014 na hodnotě 0,08 dne. Závazky ze SZP vykazovali od roku 2011 stabilní hodnoty dob obratu okolo 0,09 dne, přičemž tento trend je předpokládán i v letech následujících. Pro predikci doby obratu krátkodobých přijatých záloh je využita jejich relativní stabilita, dosahující v průměru okolo 1,26 dne. Dohadné účty pasivní vykazovali rovněž stabilizovanou dobu obratu v posledních třech sledovaných letech okolo 0,10 dne, což je využito i v rámci jednotlivých predikovaných let. Krátkodobé jiné závazky jsou v prognózovaných letech stanoveny v nulové výši.

Tabulka 48: Predikce doby obratu krátkodobých závazků (ve dnech)

	2015	2016	2017	2018	2019
Závazky z obchodních vztahů	1,78	2,03	2,28	2,00	2,00
Závazky ke společníkům (v tis. Kč)	130 573	130 573	130 573	130 573	130 573
Závazky k zaměstnancům	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Závazky ze SZP	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Stát - daňové závazky	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Krátkodobé přijaté zálohy	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26
Dohadné účty pasivní	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Jiné závazky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé závazky celkem	6,75	6,74	6,78	6,35	6,24

Zdroj: vlastní zpracování

Časové rozlišení

Časové rozlišení aktivní je z hlediska struktury tvořeno především příjmy příštích období, časové rozlišení pasivní pak výnosy příštích období s tím, že obě položky dosahují minoritních hodnot. Časové rozlišení aktivní vykazuje v rámci sledovaného období stabilní hodnoty doby obratu okolo 0,05 dne. Časové rozlišení pasivní je ve všech sledovaných letech evidováno v naprosto zanedbatelné výši s tím, že v roce 2014 bylo vykázáno dokonce v nulové hodnotě.

Tabulka 49: Analýza doby obratu časového aktivního časového rozlišení (ve dnech)

	2010	2011	2012	2013	2014
Časové rozlišení aktivní	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05
Časové rozlišení pasivní	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Zdroj: vlastní zpracování

Doba obratu časového rozlišení aktivního je pro predikované roky stanovena na úrovni dlouhodobého trendu ve výši 0,05 dne. Časové rozlišení pasivní je s ohledem na svou zanedbatelnou výši v letech 2010-2014 stanoveno na nulové úrovni během všech prognózovaných let.

Tabulka 50: Predikce doby obratu aktivního časového rozlišení (ve dnech):

	2015	2016	2017	2018	2019
Časové rozlišení aktivní	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Časové rozlišení pasivní	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu

Roznásobením dob obratu jednotlivých položek jednodenními tržbami v daném roce je sestavena prognóza provozně nutného pracovního kapitálu v absolutních hodnotách, včetně kvantifikace míry investic do provozně nutného pracovního kapitálu, pro potřeby sestavení prognózovaných finančních výkazů.

Tabulka 51: Analýza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

		2010	2011	2012	2013	2014
Zásoby	(+)	51 626	76 932	120 665	163 540	141 122
Krátkodobé pohledávky	(+)	334 225	396 563	358 274	363 195	323 623
Krátkodobý finanční majetek	(+)	33 790	47 570	47 409	57 050	51 402
Časové rozlišení aktivní	(+)	1 631	1 801	1 907	1 883	1 905
Krátkodobé závazky	(-)	168 952	237 849	237 046	285 248	257 008
Časové rozlišení pasivní	(-)	1	0	10	10	0
Provozně nutný pracovní kapitál	(=)	252 319	285 017	291 199	300 410	261 044
Investice do PK		-	32 697	6 182	9 210	-39 366
Změna tržeb		-	2 255 122	1 397 071	67 679	1 184 817
Koeficient náročnosti		0,18 %				

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 52: Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

		2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	(+)	167 867	191 133	210 335	217 443	226 350
Krátkodobé pohledávky	(+)	316 993	331 011	349 228	361 817	376 638
Krátkodobý finanční majetek	(+)	53 768	58 302	63 097	62 466	63 955
Časové rozlišení aktivní	(+)	1 992	2 162	2 327	2 460	2 560
Krátkodobé závazky	(-)	268 839	291 509	315 485	312 329	319 774
Časové rozlišení pasivní	(-)	0	0	0	0	0
Provozně nutný pracovní kapitál	(=)	271 781	291 098	309 501	336 776	354 850
Investice do PK		-	19 318	18 403	22 355	17 873
Změna tržeb		-	1 238 379	1 201 406	971 140	735 500
Koeficient náročnosti		1,88 %				

Zdroj: vlastní zpracování

V analyzovaných letech 2010-2014 provozně nutný pracovní kapitál nejprve do roku 2013 konzistentně rostl, přičemž v roce 2014 došlo k silnějšímu poklesu v důsledku eliminace zásob a krátkodobých pohledávek. Příčinou poklesu zásob v posledním sledovaném roce je především očekávání pokračujícího propadu cen ropy a s tím nižší nákupní ceny PHM od dodavatelů v budoucnu. Eliminace pohledávek pak souvisí především s novou odběratelsko-dodavatelskou politikou Společnosti. Koeficient náročnosti za celé analyzované období dosahuje hodnot 0,18 %. V prognózovaných letech 2015-2019 bude docházet ke konzistentnímu růstu provozně nutného pracovního kapitálu, přičemž koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál bude dosahovat hodnot 1,88 %, tj. o 1,70 % více provozně nutného pracovního kapitálu na korunu tržeb v porovnání s dosud analyzovanými roky. Toto navýšení je pak logickým důsledkem plánovaného oživení poptávky na relevantním trhu v důsledku nižších prodejních cen PHM, kdy Společnost bude v budoucnu navyšovat své tržby především skrz predikovanou vyšší dynamiku růstu relevantního trhu jako celku.

12.3.4 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Ze strukturálního hlediska je dlouhodobý majetek Společnosti tvořen zejména dlouhodobým hmotným majetkem v podobě pozemků, staveb a samostatných movitých věcí, přičemž velká část nemovitého majetku je tvořena již několikrát zmiňovaným technickým zhodnocením na pronajatých čerpacích stanicích (v rozvaze položka Stavby). Z dlouhodobého nehmotného majetku je pak evidována pouze nakoupená licence za software, sloužící ke sledování stavu PHM v nádržích čerpacích stanic. Dlouhodobý finanční majetek Společnost v průběhu analyzovaných let 2010-2014 eviduje v nulové výši. Veškerý výše uvedený dlouhodobý majetek byl na základě kapitoly 4.1 identifikován jako provozně potřebný.

Společnost v minulosti realizovala velké množství investičních aktivit do nových čerpacích stanic, kdy mezi léty 2010-2014 rozšířila svou síť o 13 nových provozoven na celkových 35 čerpacích stanic k datu ocenění. Převážná část těchto nových čerpacích stanic je však provozována v pronajatých prostorách a investice tak byly realizovány především

formou technického zhodnocení po dohodě s vlastníkem (pronajímatelem). Díky tomu je investiční aktivita Společnosti v letech 2010-2014 značně volatilní, avšak pravidelná a s ohledem na velikost podniku relativně nízká. V meziodvětvovém srovnání jsou však hodnoty nadprůměrné, což vychází z problematiky vysokého nasycení relevantního trhu a nízkých investičních možností, kdy hustota čerpacích stanic v České republice nabývá extrémně vysokých hodnot. Tvorba čistých investic je tak v daném odvětví značně ojedinělá a fakt, že Společnost v jednotlivých analyzovaných letech vyjma roku 2012 vykazovala investice nad úrovní svých odpisů je nadprůměrný a v daném odvětví ojedinělý případ.

Prognóza je tak sestavena za pomoci tzv. globálního přístupu, vhodného pro společnost, disponující pravidelnou investiční aktivitou. Přístup byl mimo výše uvedenou skutečnost rovněž zvolen z důvodu absence podnikových investičních plánů.

Z hlediska vývoje nehmotného majetku, resp. softwaru nedochází v průběhu sledovaných let k markantnějším změnám, kdy nejprve v letech 2010 a 2011 byl vývoj degresivní pod úrovní odpisů, přičemž v následujících třech sledovaných letech byl naopak registrován mírný růst nad úrovní odpisů, tj. Společnost vykazovala rozšiřovací investice do nehmotného majetku (investice netto).

Nejvýznamnější složkou dlouhodobého hmotného majetku jsou stavby, vykazující během celého sledovaného období konzistentní růst nad úrovní odpisů, tj. v jednotlivých letech 2010-2014 Společnost tvořila netto investice. Výše těchto rozšiřovacích investic je značně volatilní a v převážné většině má svůj původ v technickém zhodnocení na pronajatém majetku. Vývoj samostatných hmotných movitých věcí má rovněž progresivní charakter, vyjma let 2010 a 2012, kdy došlo k degeneraci pod úrovní odpisů a vykázání záporných netto investic. Investičně extrémně slabý rok 2012 byl především důsledkem významné ztráty ziskovosti Společnosti, potažmo relevantního odvětví jako celku, k čemuž významně dopomohl růst cen ropy a nákupních cen PHM. Investiční aktivita do pozemků je s ohledem na rozšiřování sítě čerpacích čerpacích stanic, kdy Společnost v převážné většině nové provozovny přímo nevlastní (pronájem), velmi nárazová a obtížně predikovatelná, kdy v rámci sledovaných let došlo k investiční aktivitě pouze v roce 2013. Vzhledem k tomu, že prognóza počítá s novými provozovnami pouze v nájemním vztahu, byla v predikovaných letech ponechána hodnota pozemků na úrovni posledního skutečného roku, tj. investice netto do provozně nutných pozemků jsou plánovány v nulové výši.

Tabulka 53: Analýza investic do nehmotného majetku (v tis. Kč)

Nehmotný majetek	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stav majetku ke konci roku	1 539	1 194	1 020	1 370	1 382	1 602
Odpisy		714	756	724	656	827
Investice netto		-345	-174	350	12	220
Investice brutto		369	582	1 074	668	1 047
Investice netto/tržby		-0,004%	-0,001%	0,003%	0,000%	0,001%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto	0,001%					

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 54: Analýza investic do dlouhodobého hmotného majetku (v tis. Kč)

Stavby	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stav majetku ke konci roku	87 526	91 986	103 121	103 832	107 608	126 001
Odpisy		4 003	4 509	4 795	4 966	5 780
Investice netto		4 460	11 135	711	3 776	18 393
Investice brutto		8 463	15 644	5 506	8 742	24 173
Investice netto/tržby		0,05%	0,09%	0,01%	0,03%	0,13%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto	0,55%					
Samostatné movité věci	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stav majetku ke konci roku	28 893	27 583	30 732	22 701	34 132	39 946
Odpisy		11 201	13 352	13 842	13 070	12 646
Investice netto		-1 310	3 149	-8 031	11 431	5 814
Investice brutto		9 891	16 501	5 811	24 501	18 460
Investice netto/tržby		-0,01%	0,03%	-0,06%	0,08%	0,04%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto	0,16%					
Pozemky	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stav majetku ke konci roku	8 655	12 451	12 451	12 451	37 348	37 348
Odpisy		0	0	0	0	0
Investice netto		3 796	0	0	24 897	0
Investice brutto		3 796	0	0	24 897	0
Investice netto/tržby		0,04%	0,00%	0,00%	0,18%	0,00%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto	0,08%					

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza dlouhodobého nehmotného majetku je v letech 2015-2019 ponechána na úrovni hodnoty softwaru k datu ocenění, neboť ze strukturálního hlediska tvoří dlouhodobý nehmotný majetek nevýznamnou položku (cca 0,78 % z DM) a sofistikovanější predikce je tak s ohledem na minimální vliv na hodnotu Společnosti kontraproduktivní. Investice netto jsou tedy v jednotlivých predikovaných letech nulové, tj. pouze udržovací ve výši odpisů.

Predikce dlouhodobého hmotného majetku vychází primárně z prognózovaného souhrnného koeficientu náročnosti růstu tržeb na investice netto od konce roku 2014 do konce roku 2019, tj. souhrnného koeficientu náročnosti pro celé období predikované první fáze. Investice netto pro celé predikované období první fáze jsou pak stanoveny jako součin výše uvedeného koeficientu náročnosti a souhrnného přírůstku tržeb podniku od konce roku 2014 do konce roku 2019. Prognóza netto investic, resp. jejich rozdělení pro jednotlivé roky 2015-2019 je pak stanovena na základě prognózovaného počtu nových čerpacích stanic v jednotlivých letech, jejichž prognóza je již zdůvodněně použita v kap. 12.3.2, kdy rok 2015 je posledním rokem trendu 2 nových provozoven za rok. V ostatních letech první fáze se pak předpokládá roční navýšení vždy o jednu čerpací stanici, což Zhotovitel považuje za dlouhodobě udržitelné. Z metodického hlediska jsou tak investice v jednotlivých letech stanoveny jako alikvotní část z celkových investic první fáze, vzhledem k očekávanému počtu

6 nových čerpacích stanic za období 2015-2019, kdy v prvním roce jsou predikovány 2 a v ostatních letech pouze 1 nová provozovna ročně.

Stavby

Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto se v letech 2009-2014 u tohoto typu majetku pohyboval na hodnotě 0,55 %, přičemž pro predikovanou první fázi se tento koeficient předpokládá v nižších hodnotách, konkrétně na úrovni 0,40 %. Pokles koeficientu je zapříčiněn zejména nižší prognózovanou investiční aktivitou v porovnání s minulými roky, kdy v některých letech docházelo i k ročnímu nárůstu o 4 nové čerpací stanice. Růst tržeb oceňovaného podniku bude navíc v budoucnu primárně determinován růstem celého relevantního trhu a nikoli primárně růstem tržního podílu, což byl trend minulých let. Do budoucna je tak možné zdůvodněně předpokládat dostatečný růst tržeb s nižší, avšak průběžnou (globální přístup) investiční aktivitou než dosud. Průměrná doba odepisování staveb je převzata ze zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů v hodnotě 30 let (6. skupina).

Tabulka 55: Predikce DHM – stavby (v tis. Kč)

Stavby	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Stav majetku ke konci roku	126 001	131 311	133 967	136 622	139 277	141 932
Odpisy - celkem		5 780	6 150	6 443	6 746	7 060
Odpisy - původní		5 780	5 780	5 780	5 780	5 780
Odpisy - nové (1/30 z pořiz. ceny)		0	370	663	966	1 280
Investice netto		5 310	2 655	2 655	2 655	2 655
Investice brutto		11 090	8 805	9 098	9 402	9 715
Pořizovací hodnota k 31. 12		11 090	19 895	28 994	38 395	48 110
Investice netto/tržby		0,04%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto	0,40%					

Zdroj: vlastní zpracování

Pozemky

Jak již bylo výše uvedeno, investice do nemovitostí vykazovaly v minulosti velmi nárazový charakter, poněvadž převážná většina nově nabytých čerpacích stanic v průběhu analyzovaných let byla provozována v nájemním vztahu a investováno tak bylo především do technického zhodnocení těchto pronajatých prostor. Prognóza pak předpokládá pokračování tohoto trendu, tj. počítá v letech 2015-2019 s novými provozovnami pouze v nájemním vztahu, díky čemuž se předpokládají nulové investice do tohoto typu aktiv v predikovaných letech. Hodnota pozemků je tak pro celé období první fáze stanovena na úrovni posledního skutečného roku, tedy na hodnotě 37 348 tis. Kč.

Tabulka 56: Predikce DHM – pozemky (v tis. Kč)

Pozemky	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Stav majetku ke konci roku	37 348	37 348	37 348	37 348	37 348	37 348
Odpisy - celkem	0	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Samostatné movité věci

V letech 2009-2014 se koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto do samostatných movitých věcí pohyboval na hodnotě 0,16 % s tím, že pro predikované roky se předpokládá jeho snížení k 0,10 %. Důvody ke snížení koeficientu náročnosti jsou analogické jako v případě predikce investic do staveb. Průměrná doba odepisování staveb je převzata ze zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů v hodnotě 5 let (2. odpisová skupina).

Tabulka 57: Predikce DHM – samostatné movité věci (v tis. Kč)

Samostatné movité věci	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Stav majetku ke konci roku	39 946	41 274	41 937	42 601	43 265	43 929
Odpisy - celkem		12 646	15 441	18 662	11 889	12 391
Odpisy - původní		12 646	12 646	12 646	2 008	
Odpisy - nové (1/5 z pořiz. ceny)		0	2 795	6 016	9 881	12 391
Investice netto		1 328	664	664	664	664
Investice brutto		13 974	16 105	19 325	12 552	13 055
Pořizovací hodnota k 31. 12		13 974	30 078	49 404	61 956	75 011
Investice netto/tržby		0,009%	0,004%	0,004%	0,004%	0,004%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto	0,10%					

Zdroj: vlastní zpracování

13 Finanční plán

Pro potřeby stanovení tržní hodnoty Společnosti je sestaven kompletní finanční plán se snahou stabilizace finančního vývoje podniku v budoucnu. Kompletní finanční plán sestává z plánovaného výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků, přičemž hodnoty základních položek ovlivňujících hodnotu podniku jsou stanoveny na úrovni plánovaných generátorů hodnoty (viz kap. 12). Plánované finanční výkazy jsou sestaveny v agregované podobě pro potřeby ocenění na provozní a neprovozní část. Hodnoty ostatních položek, potřebných pro sestavení kompletního finančního plánu jsou stanoveny v rámci této kapitoly.

13.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Tabulka 58: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)

Hlavní provoz podniku	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	14 515 782	15 751 714	16 950 747	17 919 696	18 654 015
Náklady vynaložené na prodané zboží	14 195 445	15 411 995	16 593 660	17 560 419	18 279 738
Obchodní marže	320 336	339 720	357 087	359 550	374 278
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	28 732	31 178	33 552	35 470	36 923
Výkonová spotřeba	51 522	55 909	60 164	63 605	66 210
Přidaná hodnota	297 546	314 989	330 474	331 415	344 991
Osobní náklady	134 562	138 350	142 139	145 927	149 715
Daně a poplatky	385	418	450	475	495
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	2 909	3 157	3 397	3 591	3 738
Ostatní provozní náklady	1 454	1 578	1 698	1 796	1 869
Výnosové úroky	5	5	5	5	5
Ostatní finanční výnosy	14 910	16 179	17 411	18 407	19 161
Ostatní finanční náklady	88 722	93 119	100 207	104 142	108 407
KPVH před odpisy	90 247	100 865	106 793	101 078	107 408
Odpisy dlouhodobého majetku	19 253	22 417	25 932	19 462	20 278
KPVH po odpisech	70 994	78 447	80 861	81 616	87 130

Neprovozní činnost podniku	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	420	420	420	420	420
Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	0
VH z neprovozního majetku	420	420	420	420	420

Náklady na cizí kapitál, daň	2015	2016	2017	2018	2019
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Daň z příjmů za běžnou činnost	13 658	14 985	15 443	15 587	16 634

Celkový VH	2015	2016	2017	2018	2019
VH za běžnou činnost	57 757	63 883	65 838	66 449	70 915
VH za účetní období	57 757	63 886	65 838	66 449	70 915

Zdroj: vlastní zpracování

Změna stavu rezerv a opravných položek je tvořena pouze opravnými položkami ke krátkodobým pohledávkám z obchodních vztahů, vyznačující se vysokou volatilitou. Tato nákladová položka navíc nemá vliv na valuaci Společnosti a pro prognózované roky je tak její hodnota stanovena na nulové výši, tj. opravné položky k pohledávkám jsou po celé období první fáze na úrovni platné k datu ocenění.

Výnosové úroky vykazovaly v průběhu analyzovaných let zanedbatelné hodnoty s klesajícím trendem. Za implicitního předpokladu, že jsou tyto úroky generovány z provozně nutných peněz na bankovních účtech, je hodnota této položky pro celé prognózované období stanovena na úrovni k datu ocenění, tj. 5 tis. Kč.

Prognóza nákladových úroků vychází ze stabilního trendu, kdy Společnost nevyužívá žádný explicitně zpoplatněný cizí kapitál a ve všech analyzovaných letech tak vykazuje nulové hodnoty nákladových úroků. Pro predikované roky 2015-2019 je hodnota zpoplatněného cizího kapitálu a s tím souvisejících nákladových úroků stanovena dle historického trendu rovněž na nulových hodnotách, kdy Společnost své investiční projekty financuje zejména z implicitně zpoplatněného cizího kapitálu a vlastních zdrojů, což je managementem dlouhodobě přijímáno. Krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry, případně vydané dluhopisy tak nejsou do budoucna predikovány a jejich hodnota je ponechána nulová.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu jsou historicky velmi volatilní a nevýznamné, přičemž jsou realizovány pouze ze stálých aktiv. Zůstatková cena těchto aktiv je historicky nulová, tj. prodaná aktiva byla v jednotlivých letech již plně odepsaná. Pro plánované období jsou tržby z prodeje dlouhodobého majetku predikovány na úrovni posledního analyzovaného roku 2014 s tím, že zůstatková cena tohoto majetku je prognózována v nulové výši.

Mimořádný výsledek hospodaření je v prognózovaných letech stanoven na nulové úrovni, neboť jeho hodnota díky svému mimořádnému charakteru celkovou valuaci Společnosti neovlivňuje.

Očekávaná sazba daně z příjmů právnických osob je stanovena na úrovni platné k datu ocenění, tj. na hodnotě 19 %. V roce 2015 Společnost vykazuje nejen splatnou daň, ale rovněž daň odloženou v hodnotě 89 tis. Kč, jejíž kvantifikace je součástí plánované rozvahy.

Společnost dlouhodobě uplatňuje politiku plného reinvestování vykázaného výsledku hospodaření, kdy výplaty podílů na zisku vlastníkům jsou v jednotlivých letech na nulových hodnotách. Tato politika plného reinvestování vykázaného zisku je do určité míry uplatňována i v predikovaném období první fáze, konkrétně v letech 2015 a 2016 s tím, že vykázaný výsledek hospodaření běžného období je vždy v následujícím roce v plné výši transformován do nerozděleného zisku minulých let. S ohledem na kumulaci velkého množství provozně nepotřebných peněžních prostředků na bankovních účtech krytých vlastním kapitálem, tj. tvorbu velmi drahého a neefektivního krytí oběžných aktiv, bylo pro ostatní roky první fáze rozhodnuto o zakomponování výplat podílů na zisku ve výši volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE), dosaženého v roce návrhu výplaty podílu na zisku s tím, že samotná výplata proběhne až v roce následujícím. S ohledem na absenci úročeného cizího kapitálu a

nákladových úroků po celé prognózované období je možné ztotožnit FCFE s volným peněžním tokem pro vlastníky a věřitele (FCFF), jež je součástí kvantifikace plánovaného výkazu peněžních toků (viz kap. 13.3). Je však třeba upozornit, že plánovaná výplata podílů na zisku nikterak nevstupuje a neovlivňuje výslednou hodnotu podniku.

Tabulka 59: Prognóza rozdělení výsledku hospodaření za účetní období (v tis. Kč)

Rozdělení VH za účetní období	2014	2015	2016	2017	2018	2019
VH za účetní období	26 650	57 757	63 883	65 838	66 449	70 915
Výplata podílů na zisku	0	0	0	43 776	40 435	49 383
Příděl do nerozděleného zisku	26 650	57 757	63 883	22 062	26 014	21 532

Zdroj: vlastní zpracování

13.2 Plánovaná rozvaha

Tabulka 60: Plánovaná rozvaha (v tis. Kč)

AKTIVA CELKEM	2015	2016	2017	2018	2019
	929 073	1 015 625	1 105 439	1 124 956	1 162 882
DLOUHODOBÝ MAJETEK	211 535	214 854	218 173	221 492	224 811
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 602	1 602	1 602	1 602	1 602
Dlouhodobý hmotný majetek	209 933	213 252	216 571	219 890	223 209
OBĚŽNÁ AKTIVA	715 635	798 698	885 029	944 869	1 019 810
Zásoby	167 867	191 133	210 335	217 443	226 350
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	316 993	331 011	349 228	361 817	376 638
Krátkodobý finanční majetek	230 686	276 466	325 377	321 745	332 523
- Provozně nutné peněžní prostředky	53 768	58 302	63 097	62 466	63 955
- Provozně nepotřebné peněžní prostředky	176 918	218 164	262 280	259 279	268 568
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ	1 992	2 162	2 327	2 460	2 560

PASIVA CELKEM	2015	2016	2017	2018	2019
	929 073	1 015 625	1 105 439	1 124 956	1 162 882
VLASTNÍ KAPITÁL	196 034	259 916	325 754	348 428	378 908
Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Rezervní a ostatní fondy ze zisku	100	100	100	100	100
VH minulých let	137 177	194 934	258 816	280 878	306 893
VH běžného účetního období	57 757	63 883	65 838	66 449	70 915
CIZÍ ZDROJE	733 039	755 709	779 685	776 529	783 974
Dlouhodobé závazky	464 200	464 200	464 200	464 200	464 200
Krátkodobé závazky	268 839	291 509	315 485	312 329	319 774
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Aktivní strana plánované rozvahy je téměř celá stanovena na základě generátorů hodnoty, vyjma kvantifikace krátkodobého finančního majetku, jež je výsledkem upraveného plánovaného výkazu cash flow.

Krátkodobý finanční majetek v jednotlivých letech je tvořen výhradně hotovostními a bezhotovostními peněžními prostředky, jejichž provozně potřebná výše byla v jednotlivých predikovaných letech stanovena na úrovni 20% podílu krátkodobých závazků (viz kap. 12.1). Predikce provozně nepotřených peněžních prostředků je pak převzata z plánovaného výkazu cash flow s tím, že výsledná hodnota peněžních prostředků je v jednotlivých letech stanovena jako součet jejich provozně potřebné a nepotřebné části.

Dlouhodobé pohledávky představují v analyzovaných letech nepříliš významnou položku v podobě odložené daňové pohledávky, vykázané v letech 2013 a 2014. S ohledem na zanedbatelné hodnoty, obtížnou interpretaci a jednorázový charakter, jsou dlouhodobé pohledávky po celé prognózované období stanoveny na nulových hodnotách, tj. došlo k eliminaci odložené daňové pohledávky na nulovou hodnotu, což se projeví navýšením odložené daňové povinnosti o 89 tis. Kč.

Z hlediska pasivní strany rozvahy je hodnota základního kapitálu a zákonného rezervního fondu stanovena v predikovaných letech ve výši platné k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014. Je však třeba upozornit, že od 1. 1. 2014 odpadá kapitálovým společnostem povinnost tvořit ze zákona rezervní fond pro krytí ztrát a částené zajištění věřitelů podniku. Vzhledem k tomu, že Společnost ke konci roku 2014 zákonný rezervní fond nerozpustila, je pro celé prognózované období stanoven právě ve výši platné k datu ocenění, tj. na hodnotě 100 tis. Kč. Výsledek hospodaření minulých let běžného účetního období je kvantifikován jako součet výsledku hospodaření minulých let v předchozím roce a přidělu do nerozděleného zisku v předchozím roce, vypočteného v rámci kapitoly 5.1. Výsledek hospodaření běžného účetního období je pro potřeby tohoto výkazu kvantifikován prostřednictvím plánovaného výkazu zisku a ztráty, sestaveného v předchozí kapitole.

Dlouhodobé závazky dosahovaly v průběhu analyzovaných let velmi vysokých hodnot s konzistentně rostoucí tendencí a následnou stabilizací na hodnotě 464 200 tis. Kč. Jak již bylo uvedeno dříve, původ této položky není zcela jednoznačný, avšak s ohledem na dřívější zařazení těchto závazků lze soudit, že jde o závazky z obchodních vztahů a investičních aktivit s dobou splatnosti delší než jeden rok. V minulosti byla také vykazována určitá výše odloženého daňového závazku, jehož hodnota však v posledních dvou sledovaných letech dosahovala nulových hodnot a s ohledem na predikovanou úplnou eliminaci odložené daně v budoucnu není jakákoli výše odloženého daňového závazku v budoucích letech uvažována. S ohledem na výše uvedené skutečnosti, určitou nejednoznačnost původu a ustálení hodnoty v posledních letech, je hodnota dlouhodobých závazků pro prognózované období stanovena na ustálené úrovni k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014.

Prognóza bankovních úvěrů již byla provedena v rámci predikce nákladových úroků, jež je součástí předchozí kapitoly 5.1, tj. do budoucna je prognózována dlouhodobě uplatňovaná finanční strategie, spočívající v úplné absenci zpoplatněných cizích zdrojů a využití výhradně nezpoptatněného potažmo pouze implicitně zpoplatněného cizího kapitálu, případně vlastních zdrojů financování.

13.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Tabulka 61: Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)

CASH FLOW - Hlavní provoz podniku	2015	2016	2017	2018	2019
Peněžní prostředky na začátku roku nepotřebné	136 447	176 918	218 164	262 280	259 279
KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VH (po odpisech)	70 994	78 447	80 861	81 616	87 130
Daň z příjmů počítanou z KPVH	13 489	14 905	15 364	15 507	16 555
KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VH (po dani)	57 505	63 542	65 498	66 109	70 575
Odpisy dlouhodobého majetku	19 253	22 417	25 932	19 462	20 278
Změna stavu rezerv	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (včetně peněz)	10 737	19 318	18 403	22 355	17 873
Investice do dlouhodobého majetku (brutto)	25 891	25 736	29 251	22 781	23 597
Změna stavu dlouhodobých pohledávek	-89	0	0	0	0
CASH FLOW z hlavního provozu celkem (FCFF)	40 219	40 906	43 776	40 435	49 383

CASH FLOW - Neprovozní činnost	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	420	420	420	420	420
CASH FLOW z neprovozní činnosti celkem	420	420	420	420	420

Náklady na cizí kapitál, daň, financování	2015	2016	2017	2018	2019
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Diference celkové daně a daně z KPVH	-169	-80	-80	-80	-80
Změna stavu dlouhodobých závazků	0	0	0	0	0
Externí změny vlastního kapitálu	0	0	0	0	0
Výplata dividend	0	0	0	-43 776	-40 435
CASH FLOW z finanční činnosti	-169	-80	-80	-43 856	-40 515

CASH FLOW - CELKEM	2015	2016	2017	2018	2019
CASH FLOW provozně nepotřebné	40 470	41 246	44 116	-3 001	9 289
Peněžní prostředky ke konci roku nepotřebné	176 918	218 164	262 280	259 279	268 568

Zdroj: vlastní zpracování

Výše uvedený výkaz peněžních toků je upraven pro potřeby ocenění konkrétní společnosti z hlediska agregace a rozdělení jednotlivých položek, kdy s ohledem na významnost volných peněžních toků (zde FCFF) v rámci výnosového ocenění, byla zvolena jejich bezprostřední kvantifikace přímo zde, v rámci plánovaného výkazu cash flow. Kvantifikace FCFF je však možná pouze v případě, že do změny provozně nutného pracovního kapitálu potažmo investic do pracovního kapitálu je zahrnuta rovněž investice do provozně nutných peněžních prostředků. Vypočtené celkové cash flow pak v sobě neobsahuje provozně nutné peněžní prostředky, vypočtené prostřednictvím součinu okamžité likvidity a plánovaných závazků (viz kap. 12.1), nýbrž pouze meziroční změnu peněz provozně nepotřebných. Právě celková změna provozně nepotřebných peněžních prostředků na úrovni hlavního provozu pak determinuje pojem volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF).

Z metodického hlediska je tedy stav krátkodobého finančního majetku v rozvaze predikován následujícím způsobem. V první řadě je pro predikované roky stanovena hodnota

provozně nutných peněžních prostředků na úrovni 20 % z prognózované výše krátkodobých závazků pro jednotlivé roky prognózovaného období (viz kap. 12.1). Následně je třeba kvantifikovat konečné stavy nepotřebného krátkodobého finančního majetku v jednotlivých letech plánu pomocí součtu vypočteného cash flow běžného období a stavu provozně nepotřebných peněžních prostředků ke konci předchozího účetního období. Pakliže je konečný zůstatek provozně nepotřebných peněz na konci běžného roku kladný, musí být výše provozně potřebných peněžních prostředků rovna právě součinu zmíněné peněžní likvidity (0,2) a krátkodobých závazků. V případě záporného zůstatku provozně nepotřebných peněžních prostředků je hodnota těchto peněz stanovena v nulové výši a deficit započten s provozně potřebnou částí krátkodobého finančního majetku.

13.4 Finanční analýza sestaveného finančního plánu

Pro potřeby posouzení a potvrzení předpokladů nekonečného trvání oceňovaného podniku, jež byly výsledkem strategické a finanční analýzy, je třeba provést stručnou analýzu sestaveného finančního plánu za pomoci metodického aparátu finanční analýzy, použitého v kapitole 2. Cílem této kapitoly je tedy především potvrzení či korekce dosud uvažovaného předpokladu, že Společnost splňuje princip going concern i v budoucnu.

13.4.1 Ukazatele rentability

Tabulka 62: Analýza ukazatelů rentability – plán (v %)

	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilita aktiv (ROA)	7,69%	7,77%	7,35%	7,29%	7,53%
Rentabilita tržeb z EAT (ROS)	0,40%	0,40%	0,39%	0,37%	0,38%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	29,46%	24,58%	20,21%	19,07%	18,72%
Rentabilita investovaného kapitálu (r_k)	3 143%	332,4%	156,9%	104,2%	79,2%
Obchodní marže v relativním vyjádření	2,20%	2,15%	2,10%	2,00%	2,00%

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele rentability jednoznačně indikují určitou stabilizaci výnosnosti oceňovaného podniku v budoucnu, kdy k začátku první fáze nejprve došlo k markantnějšímu nárůstu rentabilit na všech úrovních v důsledku pokračujících propadů cen ropy na světových trzích. Po dosažení cenového „dna“ ropy v průběhu roku 2015 je predikován lehký pokles a následné ustálení rentabilit a obchodní marže v druhé polovině první fáze.

Pro predikované období první fáze byla rovněž nově vyčíslena rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu pro potřeby ocenění Společnosti. Od rentability investovaného kapitálu použité v rámci finanční analýzy minulých účetních výkazů, využívá tento ukazatel namísto EBIT po dani hodnotu korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) po dani. Investovaný kapitál je přitom kvantifikován pouze ve své provozně nutné výši a vždy k začátku daného účetního období dle metodiky použité v kapitole 4.1. S ohledem na absenci zpoplatněného cizího kapitálu a vysoké hodnoty pouze implicitně úročených cizích zdrojů, vykazuje oceňovaný podnik velmi nízké hodnoty investovaného kapitálu vzhledem k výši KPVH a tím extrémně vysokou rentabilitu svého provozu. Trend je do budoucna plánován jako silně degresivní, avšak stále dosahující nadprůměrně vysokých hodnot.

13.4.2 Ukazatele aktivity

Tabulka 63: Analýza ukazatelů aktivity - plán

	2015	2016	2017	2018	2019
Obrat aktiv	15,65	15,54	15,36	15,96	16,07
Průměrná doba obratu zásob	4,21	4,42	4,52	4,42	4,42
Průměrná doba splatnosti kr. pohledávek	7,96	7,66	7,51	7,36	7,36
Průměrná doba splatnosti kr. závazků	6,82	6,82	6,86	6,42	6,31

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza ukazatelů aktivity, resp. dob obratu jednotlivých prognózovaných komponent pracovního kapitálu a zdůvodnění jejich trendu je součástí analýzy generátorů hodnoty (viz kap. 12.3.3). S ohledem na agregaci některých nákladových položek plánovaných účetních výkazů, jsou veškeré zde vypočtené doby obratu vztaženy k jednodenním tržbám.

13.4.3 Ukazatele likvidity

Tabulka 64: Analýza ukazatelů likvidity - plán

	2015	2016	2017	2018	2019
Běžná likvidita	2,66	2,74	2,81	2,88	2,93
Rychlá likvidita	2,04	2,08	2,14	2,19	2,22
Peněžní likvidita	0,86	0,95	1,03	1,03	1,04
Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč)	448 699	509 262	571 781	591 136	618 297

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele likvidity podniku včetně čistého pracovního kapitálu, dosahují v rámci prognózovaných let značně vysokých hodnot a plně tak navazují na trend minulých let, kdy oceňovaný podnik generoval v této oblasti značnou konkurenční výhodu. Vývoj ukazatelů likvidity, především pak likvidity peněžní, je silně ovlivněn markantním meziročním cash flow, kdy dochází ke kumulaci nepotřebných peněžních prostředků na bankovních účtech. V druhé polovině první fáze však došlo ke zpomalení rostoucího trendu a stabilizaci většiny ukazatelů, zejména pak likvidity peněžní. Rozdíl běžné a rychlé likvidity se s ohledem na ustálení podílu zásob na oběžných aktivech v posledních letech plánu rovněž stabilizoval.

13.4.4 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 65: Analýza ukazatelů zadluženosti - plán

	2015	2016	2017	2018	2019
Celková zadluženost	78,90%	74,41%	70,53%	69,03%	67,42%
Úrokové krytí	-	-	-	-	-
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	0,93	1,21	1,49	1,57	1,69

Zdroj: vlastní zpracování

Celková zadluženost Společnosti bude pokračovat v lehce klesajícím trendu, kdy na konci první fáze dojde k relativnímu ustálení okolo 68-70%. Vlastní kapitál bude kryt dlouhodobý majetek již více jak ze sta procent a přímo tak vchází do čistého pracovního kapitálu Společnosti, což koresponduje s konzervativnější finanční strategií podniku.

13.5 Provozně nutný investovaný kapitál

Pro potřeby kvantifikace provozně nutných investic, nutných k vyčíslení volného cash flow v případě volby metody diskontovaných volných peněžních toků pro potřeby valuace Společnosti výnosovým přístupem, je jedním z nejdůležitějších východisek finančního plánu kvantifikace provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech první fáze prognózy. Vyčíslení je uskutečněno na základě plánované rozvahy v logické návaznosti na minulé roky, jejichž kvantifikace byla předmětem kapitoly 4.1.

Tabulka 66: Prognóza provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý majetek - provozně nutný	211 535	214 854	218 173	221 492	224 811
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 602	1 602	1 602	1 602	1 602
Dlouhodobý hmotný majetek	209 933	213 525	216 571	219 890	223 209
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál - provozně nutný	271 781	291 098	309 501	331 857	349 729
Zásoby	167 867	191 133	210 335	217 443	226 350
Krátkodobé pohledávky	316 993	331 011	349 228	361 817	376 638
Peněžní prostředky - provozně nutné	53 768	58 302	63 097	62 466	63 955
- provozně nepotřebné	176 918	218 164	262 280	259 279	268 568
Časové rozlišení aktivní	1 992	2 162	2 327	2 460	2 560
Krátkodobé závazky	268 839	291 509	315 485	312 329	319 774
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	464 200	464 200	464 200	464 200	464 200
Provozně nutný investovaný kapitál	19 116	41 752	63 474	89 148	110 340

Zdroj: vlastní zpracování

Provozně nepotřebný majetek byl u oceňovaného podniku identifikován pouze ve formě provozně nepotřebných peněžních prostředků, přesahujících v daném roce 20% krátkodobých závazků, tj. peněžní likviditu v hodnotě 0,2.

Z provozně nutného investovaného kapitálu je nutné vyloučit veškerý kapitál, na který není možné explicitně vyjádřit náklady, tj. náklady na tento kapitál jsou již implicitně zahrnuty přímo v korigovaném provozním výsledku hospodaření. Obvykle jsou tak odečteny neúročené krátkodobé závazky a časové rozlišení pasivní. Existují však komplikovanější položky v podobě rezerv a dlouhodobých závazků, u kterých není řešení zcela jednoznačné a problematika dosud není nikde definitivně dořešena. V každém případě však musí být vždy dodržena základní symetrie mezi investovaným kapitálem, KPVH a diskontní mírou.

V prvním případě je situace zjednodušena, neboť Společnost historicky žádné rezervy nevykazovala a do budoucna jsou tak plánovány v nulové výši. Hodnota dlouhodobých závazků je naopak markantní s tím, že původ není zcela jednoznačný, avšak pro potřeby této práce je k nim přístupováno jako k závazkům z obchodních vztahů, např. pozastávky atd. (viz kap. 10.2.1). Bylo rozhodnuto o jejich ponechání mezi explicitně neúročenými závazky a separátnímu odečtení v rámci vnitřní struktury investovaného kapitálu.

14 Ocenění

V první řadě byla analyzována finanční situace Společnosti prostřednictvím metodického aparátu finanční analýzy, dále strategická analýza vyhodnotila jednak šance a rizika relevantního trhu, jednak silné a slabé stránky Společnosti včetně analýzy konkurenční pozice, ovlivňující právě využití šancí a eliminaci rizik spojených s působením podniku na relevantním trhu. Informační základna získaná z výstupů finanční a strategické analýzy následně umožnila sestavit analýzu a prognózu generátorů hodnoty, na jejichž základě byl vypracován zdůvodněný finanční plán pro ocenění Společnosti.

Provedená finanční analýza vyhodnotila oceňovaný podnik jako hospodářsky stabilní a finančně zdravou společnost s markantním posílením finanční kondice ke konci sledovaného období. Strategická analýza pak identifikovala významné konkurenční výhody v podobě fungující strategie diskontních cen, podpořené flexibilním managementem s jasnou vizí a fungující strategií, determinující nepřetržitě rostoucí tržní podíl. To vše v podmínkách vysoce nasyceného a nepřítis atraktivního maloobchodního trhu s pohonnými hmotami. Na základě výstupů obou analýz je možné společnost Tank ONO, s.r.o. označit za prosperující podnik s perspektivou do budoucna, u kterého je možné zdůvodněně předpokládat jeho nekonečné trvání – „going concern princip“.

Pro samotné ocenění Společnosti byl na základě výše uvedených skutečností vhodně zvolen výnosový přístup, založený na principu očekávání, konkrétně metodika diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (DCF entity), která je v oceňovací praxi a odborné literatuře nejrozšířenější, dostatečně srozumitelná a pochopitelná i pro méně vzdělanější čtenáře v této oblasti. S ohledem na kapitálovou strukturu Společnosti, kdy podnik jak z historického hlediska, tak po celé období první fáze nevyužívá žádné explicitně úročené cizí zdroje, je použití metody DCF entity irelevantní, neboť veškeré volné peněžní toky Společnosti jsou generovány pouze pro vlastníky. **Jako základní metoda ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o. tak byla zvolena metoda DCF equity, pracující s volnými peněžními toky přímo pro vlastníky.**

14.1 Vymezení volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE)

Tabulka 67: Kvantifikace volných peněžních toků – FCFE (v tis. Kč)

		2015	2016	2017	2018	2019
KPVH před daní		70 994	78 447	80 861	81 616	87 130
Daň	(-)	13 489	14 905	15 364	15 507	16 555
KPVH po dani	(=)	57 505	63 542	65 498	66 109	70 575
Odpisy dlouhodobého majetku (DM)	(+)	19 253	22 417	25 932	19 462	20 278
Investice do DM brutto - prov. nutné	(-)	25 802	25 736	29 251	22 781	23 597
Investice do PK - prov. nutného	(-)	10 737	19 318	18 403	22 355	17 873
Volný peněžní tok - FCFF	(=)	40 219	40 906	43 776	40 435	49 383
Nákladové úroky * (1 - t)	(-)	0	0	0	0	0
Změna stavu úročeného cizího kapitálu	(+)	0	0	0	0	0
Volný peněžní tok - FCFE	(=)	40 219	40 906	43 776	40 435	49 383

Výše uvedená tabulka zobrazuje kvantifikaci volných peněžních toků, plynoucích jednak vlastníkům a věřitelům jako celku (FCFF), jednak pouze vlastníkům (FCFE). Právě druhý z uvedených volných peněžních toků tvoří základní stavební kámen pro ocenění Společnosti výnosovou metodou DCF equity. Je však třeba znovu upozornit, že v případě ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o. je explicitně úročený cizí kapitál prognózován v nulových hodnotách a rozdíl mezi oběma druhy volných peněžních toků se tak stírají.

14.2 Stanovení symetrické diskontní míry

Metoda DCF equity využívá pro kvantifikaci hodnoty podniku volné peněžní toky plynoucí přímo vlastníkům. Diskontování volných peněžních toků pak musí symetricky odrážet takové náklady kapitálu resp. požadovanou výnosnost právě takových investorů, kterým výše uvedené volné peněžní toky plynou. V tomto případě je tedy třeba symetrickou diskontní míru k FCFE stanovit na úrovni nákladů vlastního kapitálu, tj. na úrovni požadované výnosnosti pouze vlastníků společnosti Tank ONO, s.r.o.

Náklady na vlastní kapitál by tak měly obsáhnout veškerá rizika těchto vlastníků, spojená s dosažením volných peněžních toků. Jedná se v první řadě o riziko obchodní, dané vývojem relevantního trhu a podílem provozních fixních nákladů, dále o riziko finanční plynoucí z konkrétní úrovně zadlužení podniku a s tím spojených fixních nákladových úroků. Vliv kapitálové struktury, resp. finanční riziko je do diskontní míry zakomponován prostřednictvím vhodně zvolené reagenenční funkce.

14.2.1 Náklady vlastního kapitálu

Kalkulace nákladů na vlastní kapitál byla pro účely této práce stanovena na základě tzv. modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Na základě tohoto modelu budou nejprve tyto náklady kvantifikovány ve své nezadlužené podobě, přičemž za účelem promítnutí finančního rizika do diskontní míry dojde k následnému zadlužení těchto nákladů pomocí reagenenční funkce Miller – Modigliani se zohledněním daňového štítu. Je však třeba upozornit, že Společnost nedisponuje po celé období první fáze žádným explicitně zpoplatněným cizím kapitálem, díky čemuž je finanční riziko nulové a použití reagenenční funkce irelevantní.

Odborná literatura doporučuje s ohledem na málo rozvinutý tuzemský kapitový trh a nižší spolehlivost dat z tohoto trhu plynoucích, využít pro základní kvantifikaci modelu CAPM data z rozvinutého kapitálového trhu v USA a upravit původní rovnici o aktuální riziko země, tj. model rizika země. Pro účely této práce však bylo rozhodnuto o použití tuzemských, případně evropských dat s využitím zdůvodněné odborné metodiky pro kvantifikaci jednotlivých komponent modelu CAPM. Riziková premie kapitálového trhu vypočtená na základě tuzemských dat, již ze své podstaty rizikovou premii země (ČR) obsahuje a není tak nutné model CAPM o tuto premii dále modifikovat.

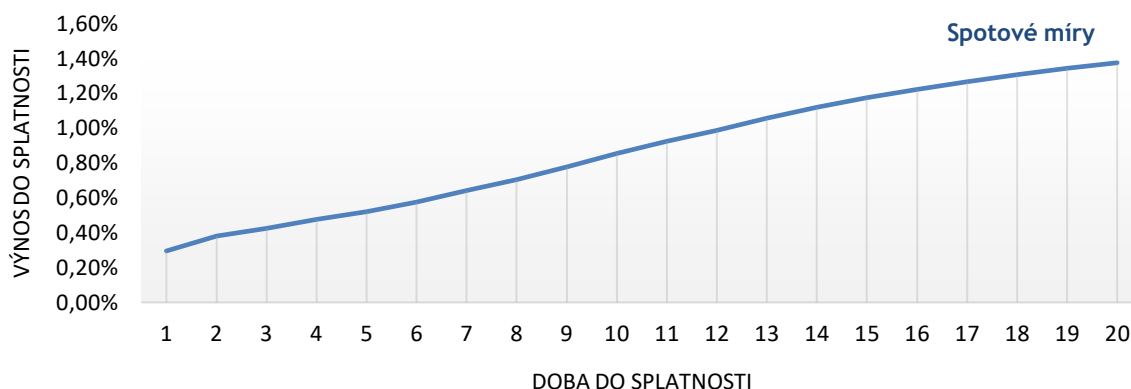
Kvantifikace modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM) pro účely ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o. znázorňuje následující rovnice:

$$n_{VK} = r_{f(CZ)} + \beta_{n(EU)} * RPT_{(CZ)} + R_1$$

14.2.1.1 Bezriziková výnosnost (r_f)

Pro stanovení bezrizikové výnosnosti je nejprve vhodné testovat tvar výnosové křivky, sestavené na základě časové struktury spotových úrokových měr, tj. výnosů do doby splatnosti „bezrizikových“ státních dluhopisů bez kuponu, eliminující pro dané období reinvestiční riziko. Výnosová křivka je pro naše účely sestavena za pomoci spotových úrokových měr, dopočítaných z českých úrokových swapových měr na základě datasetu Ing. Michala Dvořáka⁷⁸.

Graf 11: Vývoj spotových úrokových měr dle doby do splatnosti k 31. 12. 2014 (v %)



Zdroj: čtvrtletní Oceňování č. 1/2014, ročník 7, str. 3-26., vlastní zpracování

Z výše uvedeného grafu vyplývá neploché, konkrétně rostoucí tvar výnosové křivky, kdy spotové úrokové míry pro delší období vykazují vyšší hodnoty v porovnání se spotovými mírami pro období kratší. V případě použití analogické bezrizikové výnosnosti pro celé prognózované období, tj. jednotného výnosu do doby splatnosti státních dluhopisů, by bylo dosaženo určité chyby v důsledku reinvestičního rizika, kdy se implicitně předpokládá reinvestice kuponů s výnosností právě na úrovni jednotného výnosu do doby splatnosti.

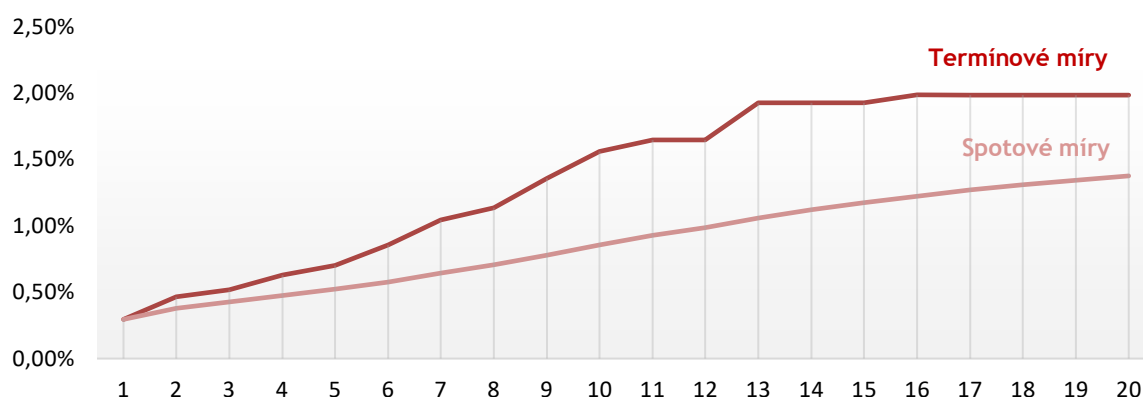
Pro eliminaci reinvestičního problému je třeba odhadnout bezrizikové výnosové míry diferencovaně, tj. pro každý rok plánu stanovit jinou výnosovou míru. Reinvestiční problém je pro účely této práce řešen prostřednictvím českých swapových úrokových sazeb, ze kterých jsou následně zjištěny míry spotové, aproximativně odpovídající výnosu do doby splatnosti českých zerobondů. Odborná literatura nabízí hned několik alternativních řešení výpočtu spotových úrokových měr, přičemž výpočet právě na základě tuzemských úrokových swapů je s ohledem na rozsáhlou datovou základnu na období až 20 let považován za nejvhodnější. Kvantifikace spotových měr byla provedena na základě datasetu⁷⁹ dopočítaných českých úrokových swapových měr pro budoucích 20 let od data ocenění, tj. od 31. 12. 2014.

Pro potřeby použití diferencovaných úrokových měr v jednotlivých predikovaných letech, je však nutno odvodit z již stanovených spotových úrokových měr tzv. termínové úrokové míry, vážící se ke konkrétnímu plánovanému roku. Technika stanovení implicitních termínových úrokových měr je součástí metodické části této práce.

⁷⁸ Dvořák, M.: Užití swapových sazeb pro stanovení bezrizikové míry se zřetelem na Českou republiku. Čtvrtletník Oceňování č. 1/2014, ročník 7, str. 3-26.

⁷⁹ Tamtéž.

Graf 12: Vývoj spotových a termínových úrokových měr dle doby do splatnosti k 31. 12. 2014



Zdroj: čtvrtletní Oceňování č. 1/2014, ročník 7, str. 3-26., vlastní zpracování

Bezriziková výnosnost pro 1. fázi je pak v jednotlivých predikovaných letech stanovena na úrovni termínových úrokových měr pro konkrétní roky od data ocenění, tj. pro roky 1 až 5 ve výše uvedeném grafu 12. Konkrétní hodnoty pak uvádí následující tabulka.

Graf 13: Termínové úrokové relevantní pro jednotlivé roky plánu (v %)

	2015	2016	2017	2018	2019
Bezriziková výnosnost (r_f) pro 1. fázi	0,30%	0,47%	0,52%	0,63%	0,70%

Zdroj: vlastní zpracování

Bezriziková výnosnost pro 2. fázi je s ohledem na značnou stabilizaci termínových měr v posledních 5 letech dostupné datové řady, stanovena na úrovni termínové sazby realizované v posledním roce (20) na hodnotě **1,98 %**. S ohledem na splnění principu going concern je pak tato sazba implicitně předpokládána až do nekonečna.

14.2.1.2 Riziková (ekvitní) prémie kapitálového trhu (RPT)

Pro potřeby této práce je riziková prémie kapitálového trhu kvantifikována na základě tuzemských dat prostřednictvím alternativní metodiky Ing. Tomáše Buuse, Ph.D, zveřejněné ve vědeckém čtvrtletníku Oceňování⁸⁰ a založené na odhadu průměrné implikované ekvitní premie. Metodicky zde bylo při výpočtu vycházeno z oficiálního indexu Burzy cenných papírů Praha PX-GLOB, proloženého exponenciálním trendem pro vyhlazení ekvitní premie v čase. Výsledky odhadu průměrné implikované ekvitní premie se pak liší v důsledku délky zkoumané časové řady.

Jako nejvhodnější se pak jeví trend PX-GLOB s průměrným odhadem za období 2004-2013 na hodnotě **5,51 %**, zahrnující celý ekonomický cyklus bez ovlivnění transformací české ekonomiky v devadesátých letech. Je třeba upozornit na podobnost výsledných hodnot v komparaci s daty profesora Damodarana⁸¹, kdy se riziková prémie kapitálového trhu pohybuje rovněž okolo 6%.

⁸⁰ Buus, T.: Ekvitní prémie v ČR: Odhady z českých dat. Čtvrtletník Oceňování č. 2/2014, ročník 7, str 3-18.

⁸¹ Damodaran Online [online]. New York: Damodaran Online, 1999-2015. Dostupné na: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

14.2.1.3 Odhad koeficientu beta (β)

Koeficient beta ve své nezadlužené podobě je stanoven prostřednictvím metody analogie, kdy bylo vycházeno z dostupných informací o koeficientech podobných podniků, tj. nezadlužených podniků pohybujících se na relevantním trhu. Data jsou převzata ze stránek profesora Damodarana⁸² pro nezadlužené evropské firmy z odvětví „*Oil/Gas Distribution*“.

Koeficient beta pro nezadlužené evropské společnosti působící v odvětví „*Oil/Gas Distribution*“ je stanoven na úrovni **0,81**.

14.2.1.4 Dodatečné rizikové přírážky (R_1)

Vzhledem k tomu, že společnost Tank ONO, s.r.o. není obchodována na veřejných trzích a s ohledem na právní formu Společnosti nelze v nejbližší době očekávat IPO, je vhodné do diskontní míry rovněž kalkulovat premii za omezenou obchodovatelnost. Odborná literatura doporučuje aproximativně kalkulovat dodatečnou rizikovou přírážku za omezenou obchodovatelnost v maximální výši okolo 3 % se zohledněním konkrétní situace na relevantním trhu. S ohledem na silný konkurenční boj, značné množství akvizic v odvětví, maximální hustotu provozoven v tuzemsku a vyčerpání kapacit možností stavby nových čerpacích stanic je pravděpodobné, že potenciální zobchodování Společnosti v budoucnu by nečinilo větší problémy. Premie za omezenou obchodovatelnost je tak pro celé prognózované odvětví expertně stanovena ve výši **2,00 %**.

Následující tabulka uvádí souhrnnou kvantifikaci diferencovaných nákladů vlastního kapitálu prostřednictvím modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM) v nezadlužené podobě, tj. za předpokladu nulového zadlužení Společnosti.

Tabulka 68: Kvantifikace nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

	2015	2016	2017	2018	2019	2. fáze
Bezriziková výnosnost - r_f (CZ)	0,30%	0,47%	0,52%	0,63%	0,70%	1,98%
Beta koeficient nezadlužený - β_n (EU)	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Riziková premie kapitálového trhu - $RPT_{(CZ)}$	5,51%	5,51%	5,51%	5,51%	5,51%	5,51%
Premie za omezenou obchodovatelnost - (R_1)	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Náklady vlastního kapitálu - nVK (nezadlužené)	6,73%	6,91%	6,96%	7,07%	7,14%	8,42%

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota nezadlužených nákladů vlastního kapitálu dosahuje v jednotlivých letech první fáze diferencovaných hodnot vykazujících progresivní tendenci z 6,73 % v roce 2015 na 7,14 % v roce 2019. Progrese nákladů v čase pak byla zapříčiněna zejména vývojem bezrizikové výnosnosti v důsledku rostoucí výnosové křivky spotových úrokových měr. Pro druhou fázi je pak uvažována jednotná diskontní míra v hodnotě 8,42 %. Pro připomenutí znovu upozorňujeme, že prognóza oceňovaného podniku uvažuje nulové zapojení explicitně zpoplatněného cizího kapitálu po celé plánované období, čímž odpadá nutnost přepočtu diskontní míry dle konkrétního zadlužení a pro ocenění lze využít výše vypočtené hodnoty.

⁸² Damodaran Online [online]. New York: Damodaran Online, 1999-2015. Dostupné na: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

14.3 Pokračující hodnota

Pro postplánované období, tj. pro období od konce první fáze do nekonečna je dále nutné vyčíslit pokračující hodnotu, jejíž výše je v tomto případě kvantifikována pomocí parametrického vzorce, jehož použití rovněž doporučuje odborná literatura. Model pro výpočet pokračující hodnoty v rozvinutém/parametrickém vyjádření je pak kvantifikován následovně tak, jak uvádí metodická část této práce:

$$PH = \frac{KPVH_T * (1 + g) * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right) + \left(CK_T * \left(g - n_{CK(T+1)} * (1 - d_{T+1})\right)\right)}{n_{VK(z)T+1} - g}$$

Jednotlivé základní parametry výše uvedeného parametrického modelu jsou stanoveny následujícím způsobem:

- **Náklady vlastního kapitálu (n_{VK})** – Jejich hodnota je stanovena na základě kapitoly 6.2.1 v hodnotě **8,42 %**.
- **Tempo růstu (g)** – Tempo růstu pro pokračující hodnotu bylo použito v analogické výši, jaké bylo odvozeno již v rámci strategické analýzy při odhadu dlouhodobého tempa růst tržeb pro druhou fázi v hodnotě **2,4 %** (viz kap. 11.3.2). Je však třeba upozornit, že pro použití výše uvedeného tempa růstu je nutné implicitně předpokládat stabilitu relací, tj. tempem růstu 2,4 % porostou od prvního roku 2. fáze veškeré položky rozvahy a výsledovky včetně tržeb, KPVH a investovaného kapitálu. Zvolené tempo růstu mimo jiné plně koresponduje s logickým intervalem mezi mírou očekávané inflace (2 %) a dlouhodobým tempem růstu HDP (4 %).
- **Zisková marže po dani** $\left(\frac{KPVH \text{ po dani}_t}{Tržby \text{ celkem}_t}\right)$ – Pro potřeby pokračující hodnoty je zisková marže z KPVH po dani uvažována jako stabilizovaná na úrovni posledního roku první fáze, tj. na hodnotě **0,38 %**. Stabilizaci ziskové marže ke konci první fáze znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 69: Vývoj ziskové marže z KPVH po dani (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017*	2018*	2019*
Zisková marže po dani	0,26%	0,22%	0,02%	-0,03%	0,17%	0,40%	0,40%	0,39%	0,37%	0,38%

Zdroj: vlastní zpracování

- **Rentabilita investic** $\left(r_i = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}}\right)$ – Rentabilita investic vykazovala v minulosti značně volatilní, v některých letech velmi extrémní hodnoty způsobené však často irelevantní kvantifikací. V plánovaném období pak volatilita nebyla již tak výrazná a rentabilita investic se v průměru pohybovala okolo 10-15% s lehce rostoucí tendencí. Vzhledem k tomu že rentabilita investic (r_i) je přírůstkovou (mezní) veličinou k rentabilitě investovaného kapitálu (r_k), která je veličinou průměrnou, je možné implicitně předpokládat dlouhodobou rentabilitu investic na úrovni stabilizované hodnoty rentability investovaného kapitálu v posledním roce první fáze, tj. na úrovni **12,8 %**.

Vzhledem k úplné absenci zpoplatněného cizího kapitálu dosahuje provozně nutný investovaný kapitál v komparaci s korigovaným provozním výsledkem hospodaření velmi nízkých hodnot a rentabilita investovaného kapitálu tak dosahuje v jednotlivých letech naopak neúměrně vysokých hodnot přesahujících v některých letech i 100 %. Takto vysoké zhodnocení však není považováno za příliš reálné a dlouhodobě udržitelné. Pro účely této práce tak bylo expertně rozhodnuto o vyloučení vlivu dlouhodobých závazků při výpočtu rentability investovaného kapitálu. Z metodického hlediska je tak rentabilita investovaného kapitálu pro potřeby této práce vyčíslena jako poměr korigovaného provozního zisku v běžném roce k provozně nutnému investovanému kapitálu před odečtením dlouhodobých závazků v roce předcházejícím.

Tabulka 70: Vývoj rentability investovaného kapitálu (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017*	2018*	2019*
r_k	7,4%	6,8%	0,7%	-0,9%	5,2%	12,3%	13,1%	12,9%	12,5%	12,8%

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza vnitřního potenciálu společnosti Tank ONO, s.r.o. v rámci strategické analýzy potvrdila značnou konkureční sílu se značným potenciálem do budoucna, založenou zejména na cenové úrovni PHM, dostupnosti provozoven, kvalitním managementu a nadprůměrnému finančnímu zdraví (viz kap. 11.2.3). To vše umožňuje podniku udržet rentabilitu nad náklady vlastního kapitálu, což rovněž podporují i silnější bariéry vstupu do odvětví, relativně nízké množství substitučních výrobků, cenově neelastická poptávka a relativně nízká citlivost na konjunkturu. Z výše provedené analýzy konkurenční síly a atraktivity relevantního trhu je zřejmé, že rentabilitu investic pro druhou fázi v hodnotě 12,8 %, tj. cca 4,4 procentního bodu nad náklady vlastního kapitálu, je možné označit za relevantní a dostatečně přiměřený odhad vzhledem k dlouhodobému potenciálu podniku.

Při kvantifikaci pokračující hodnoty je třeba upozornit, že s ohledem na předpokládané nulové využití zpoplatněného cizího kapitálu v budoucnu, není nutné provádět kvantifikaci parametrů obsažených v „druhé“ části modifikovaného parametrického vzorce (viz část parametrického vzorce, ohraničená červenými závorkami), neboť po roznásobení nabývá nulových hodnot.

Tabulka 71: Pokračující hodnota (v tis. Kč)

Parametry pro výpočet PH	2. fáze
Tržby celkem (poslední rok 1. fáze)	18 690 938
Tempo růstu (g)	2,40%
Zisková marže po dani	0,38%
KPVH (první rok 2. fáze)	72 269
Rentabilita investic (r_i)	12,80%
Náklady vlastního kapitálu (n_{vk})	8,42%
Pokračující hodnota (PH)	974 656

Zdroj: vlastní zpracování

14.4 Výsledné ocenění

V tuto chvíli jsou již k dispozici veškeré dílčí hodnoty potřebné pro ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o. na základě výnosového přístupu metodikou DCF equity. Sečtením predikovaných diskontovaných peněžních toků FCFE relevantních pro první fázi a pokračující hodnoty vypočtené na základě parametrického vzorce a diskontované k datu ocenění, dojde k přímé kvantifikaci hodnoty pro vlastníky, tj. výnosové hodnoty vlastního kapitálu na provozní úrovni (provozní hodnota netto). Výsledná hodnota vlastního kapitálu, tj. celková tržní hodnota podniku, je pak dána součtem výnosové hodnoty vlastního kapitálu („provozní“) a tržní hodnoty neprovozního majetku.

Tabulka 72: Ocenění Společnosti metodou DCF equity – účetní „nevyladěná“ kapitálová struktura (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019
FCFE	40 219	40 906	43 776	40 435	49 383
Odúročitel ⁸³	0,9369	0,8764	0,8194	0,7653	0,7143
Diskontované FCFE k 31. 12. 2014	37 682	35 850	35 870	30 946	35 275

Současná Hodnota 1. fáze k 31. 12. 2014	175 621
Současná hodnota 2. fáze k 31. 12. 2014	696 199
Celkem hodnota netto k 31. 12. 2014	871 820
Neprovozní majetek k 31. 12. 2014	136 447
Výsledná hodnota podniku k datu ocenění	1 008 268

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota 100% obchodního podílu na společnosti Tank ONO, s.r.o., metodicky vypočtená pomocí výnosové metody DCF equity k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014 činí **1 008 268 tis. Kč**.

Zde je však třeba upozornit na problematiku týkající se vyladění kapitálové struktury Společnosti a dosažení struktury tržní, tj. skutečné vnitřně konzistentní struktury odpovídající výslednému ocenění podniku. Zdůvodněný finanční plán Společnosti však předpokládá nulové využití explicitně zpoplatněného cizího kapitálu po celé plánované období, tj. období 1. a 2. fáze, kdy bylo vycházeno především z dlouhodobého historického trendu nulového zadlužování zpoplatněnými cizími zdroji, díky čemuž jsou náklady vlastního kapitálu v jednotlivých letech použity v nezadlužené podobě. Oceňovaný podnik tak implicitně „platí“ pouze za využívání svých vlastních zdrojů, což je managementem statisticky dlouhodobě přijímaná strategie financování a cílová kapitálová struktura stanovená na úrovni 0% zadlužení se tak jeví jako relevantní.

Tržní hodnota by však měla reflektovat zejména pohled průměrného, resp. běžného zájemce na trhu, čímž vyvstává důležitá otázka, zda by také tento potenciální investor uplatňoval do budoucna stejnou finanční strategii. S ohledem na značné množství provozně nepotřebných peněžních prostředků na bankovních účtech, nasycení relevantního trhu a dlouhodobě klesající množství investičních příležitostí v odvětví pokládáme za

⁸³ $(1/\prod_{i=2015}^t(1+n_{VK(nezadlužen\acute{e})i}))$

nepravděpodobné, že by průměrný investor změnil finanční strategii Společnosti a zapojil tak explicitně zpoplatněný cizí kapitál do struktury podniku.

Z metodického hlediska tak nastává poněkud zvlášť situace, kdy nezádlužené náklady vlastního kapitálu vypočtené v kapitole 6.2, již není nutné přepočítávat na jejich zadluženou verzi, poněvadž Společnost disponuje nulovým finančním rizikem (nulové nákladové úroky) a náklady vlastního kapitálu v nezádlužené podobě jsou tak plně relevantní pro valuaci společnosti Tank ONO, s.r.o. Použití reagenční funkce pro přepočet nákladů vlastního kapitálu tak v tomto případě není nutný.

Úplná absence explicitně zpoplatněného cizího kapitálu, jež je výsledkem zdůvodněně sestaveného komplexního finančního plánu, tak lze svým způsobem považovat za autonomní strategii financování, ačkoli kapitálová struktura je teoreticky stabilní až do „nekonečna“. Nabízí se tak otázka, zda použitá „účetní“ kapitálová struktura s nulovým zapojením zpoplatněného cizího kapitálu je „skutečnou“ hledanou tržní strukturou podniku. Nejpresnější a jedině správný postup pro nalezení tržní struktury kapitálu je vyladění celého výše uvedeného oceňovacího modelu prostřednictvím iteračního postupu tak, jak uvádí následující kapitola.

14.4.1 Sladění kapitálové struktury pomocí iteračního postupu

Problematika však nastává v rámci vyladění kapitálové struktury Společnosti na strukturu tržní, tedy takové kapitálové struktury, která bude plně odpovídat výsledné výši vlastního kapitálu („provozní“), získané aplikací metody DCF equity. Tato kapitálová struktura by pak v normálním případě měla být využita jako vstup pro přepočet nákladů vlastního kapitálu. Jedná se tedy o „kruhový“ problém, kdy kapitálová struktura by měla být vstupem i výstupem modelu DCF equity zároveň a právě tuto strukturu by pak bylo možné označit za skutečnou tržní kapitálovou strukturu, jež je plně konzistentní s výslednou valuací. Cirkulační problém se pak řeší právě vyladěním struktury kapitálu v diskontní míře s výslednou „provozní“ hodnotou podniku prostřednictvím iteračního postupu.

V rámci použité metody DCF equity vstupuje efekt vyladění kapitálové struktury pouze do přepočtu nákladů vlastního kapitálu z jejich nezádlužené verze na verzi zadluženou prostřednictvím vhodné reagenční funkce. Jak již bylo výše zmíněno, použití reagenční funkce je v případě našeho oceňovaného podniku irrelevantní a nebude tak dále uvažováno. Nedochozí tak zde k problému zacyklení a iterační propočty nejsou pro dosažení vnitřní konzistence ocenění bezprostředně nutné, jelikož výsledná kapitálová struktura je s ohledem na úplnou absenci explicitně zpoplatněného cizího kapitálu zcela zřejmá již na samém počátku ocenění a stabilní.

Účetní kapitálovou strukturu, jež je výsledkem zdůvodněné autonomní strategie financování podniku na úrovni 0% zadlužení po celé plánované období, je tedy možno považovat za „skutečnou“ tržní strukturu kapitálu zajišťující vnitřní konzistenci ocenění. Pro potřeby podložení našich závěrů demonstruje následující tabulka výsledný výpočet hodnoty Společnosti stanovené na základě výnosové metody DCF equity po vyladění kapitálové struktury prostřednictvím iteračního postupu s využitím reagenční funkce Miller-Modigliani.

Tabulka 73: Ocenění Společnosti metodou DCF equity – tržní „vyladěná“ kapitálová struktura (v tis. Kč)

	1.1.2015	1.1.2016	1.1.2017	1.1.2018	1.1.2019	2. fáze
Podíl CK/K ⁸⁴	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Podíl VK/K	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Podíl CK/VK	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady CK po dani	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady VK (nezadlužené)	6,73%	6,91%	6,96%	7,07%	7,14%	8,42%
Náklady VK (zadlužené)	6,73%	6,91%	6,96%	7,07%	7,14%	8,42%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 74: Ocenění Společnosti metodou DCF equity s vyladěním kapitálové struktury k datu ocenění (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019	2. fáze
FCFE _{k 31. 12.}	40 219	40 906	43 776	40 435	49 383	
Hodnota netto_{k 1. 1.}	871 820	890 314	910 884	930 461	955 775	974 656
Výsledný podíl CK/K ⁸⁵	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Neprovozní majetek _{k 31. 12. 2014}	136 447					
Hodnota podniku - 100% podíl	1 008 268					

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedeného je zřejmé, že výsledná hodnota podniku se po vyladěním struktury kapitálu prostřednictvím iteračního postupu za použití reagenční funkce Miller-Modigliani nezměnila, neboť výstupní „vyladěná“ kapitálová struktura dosahuje analogických hodnot v porovnání se vstupní kapitálovou strukturou použitou v původní verzi ocenění bez použití iteračního postupu (viz tab. 66).

Hodnota 100% obchodního podílu na společnosti Tank ONO, s.r.o., metodicky vypočtená na základě výnosové metody DCF equity po vyladěním struktury kapitálu prostřednictvím iteračního postupu za použití reagenční funkce Miller-Modigliani k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014 činí 1 008 268 tis. Kč.

⁸⁴ $(CK_{t-1}/(CK_{t-1} + H_n))$

⁸⁵ Taktéž.

Závěr

V úvodu diplomové práce došlo nejprve ke stanovení cíle a důvodům vedoucím k výběru daného tématu. Cílem této práce pak bylo nalezení tržní hodnoty obchodního závodu Tank ONO, s.r.o. k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014 pro potřeby hypotetického investora za implicitního předpokladu odprodeje 100% obchodního podílu Společnosti v budoucnu.

Na základě výsledků finanční analýzy bylo možné předpokládat dlouhodobou existenci Společnosti, tj. naplnění principu going-concern, jakožto důsledek velmi dobrého finančního zdraví oceňovaného podniku s výrazným zlepšením zejména v posledním sledovaném roce v podobě nárůstu tržeb a vykázaného výsledku hospodaření na historickém maximu. Finanční analýza byla provedena za sledované období 2010 až 2014, kdy Společnost pozitivně vynikala především v oblasti efektivního využívání aktiv (aktivita), vysoké likvidity na všech úrovních a dlouhodobé finanční rovnováhy. Alarmujících hodnot je naopak dosahováno v oblasti rentability, kde Společnost vykazuje dlouhodobě vysoce podprůměrné marže vyplývající jednak z celkové situace v odvětví, jednak z low-cost strategie podniku. Právě tato strategie nízkých cen však paradoxně velmi pozitivně determinuje extrémně nadprůměrnou výtoč PHM na čerpacích stanicích Společnosti, tj. obratovost aktiv, která pozitivně působí na agregovanější ukazatele rentability (ROA, ROE) a stírá tak finanční problémy plynoucí z nízkých marží na hodnotách do 1 Kč/litr PHM.

Výsledky strategické analýzy rovněž potvrdily naplnění going-concern principu, jakožto důsledek značných komparačních výhod Společnosti v podobě trvale nejnižších cen na trhu (diskontní strategie), nadprůměrných finančních výsledků a flexibilního managementu s jasnou vizí a strategií pravidelných rozšiřovacích investic, což v souhrnnu determinuje dlouhodobě rostoucí tržní podíl na relevantním trhu. Problém je však spatřován zejména v nízké atraktivitě příliš nasyceného a dlouhodobě stagnujícího relevantního trhu, na kterém dochází k silnému konkurenčnímu boji s důsledkem značné deprese marží a častých akvizic postupně vedoucích ke tvorbě oligopolní struktury v odvětví. Atraktivita trhu je rovněž snižována vysokou závislostí cen PHM na značně volatilních cenách ropy utvářených na veřejných komoditních trzích a velkém množství dalších zprostředkovaných vlivů ovlivňujících tyto trhy. Vlivy vnějšího prostředí jsou především z hlediska cenového efektu značné a cenotvorba samotnými maloobchodními prodejci je tak značně omezená. Navzdory méně atraktivnímu a z hlediska spotřeby dlouhodobě stagnujícímu relevantnímu trhu, dochází vlivem konkurenčních výhod k nepřetržitému navyšování tržního podílu a Společnost tak lze označit za podnik s významnou perspektivou do budoucna.

Vzhledem k tomu, že jak finanční, tak strategická analýza předpokládala naplnění principu going-concern, existoval zdůvodněný předpoklad použití výnosového přístupu pro ocenění. Informační základna získaná z výše uvedených analýz tak byla využita pro detailní analýzu a prognózu generátorů hodnoty s následným precizním sestavením zdůvodněného komplexního finančního plánu pro potřeby standardních výnosových metod.

S ohledem na výsledky finanční a strategické analýzy doprovázené následným prokázáním relevance dlouhodobé perspektivy Společnosti za pomoci prognózy generátorů

hodnoty a sestavení komplexního finančního plánu, byla hlavním východiskem ocenění společnosti Tank ONO, s.r.o. zvolena výnosová metoda na bázi diskontovaných volných peněžních toků (DCF). S ohledem na nulové využití explicitně zpoplatněného cizího kapitálu v budoucnu, byla výsledná tržní hodnota 100% obchodního podílu na Společnosti Tank ONO, s.r.o. vypočtena metodikou DCF equity k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014 v hodnotě:

1 008 268 000,00 Kč

(Slovy: jedna miliarda osm milionů dvě stě šedesát osm tisíc korun českých)

Literatura

Seznam použité literatury

COPELAND, C; KOLLER, T; MURRIN, J. Stanovení hodnoty firem. Praha: Victoria Publishing, 1991. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.

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

KISLINGEROVÁ, Eva; HNILICA, Jiří. *Finanční analýza: Krok za krokem*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2008, 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.

KNÁPKOVÁ, Adriana; Pavelková, Drahomíra; Šteker, Karel. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. 2. vydání. Praha: Grada, 2013, 240 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

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

OCEŇOVÁNÍ, čtvrtletník. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze – Institut oceňování majetku (IOM), 2008 - [vid. 2016-7-22]. ISSN 1803-0785.

PORTER, M.E. *Konkurenční výhoda*. Praha: Victoria Publishing, 1996, 403 s. ISBN 80-85605-12-0.

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

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. vydání. Brno: Computer Press, 2011, 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.

Seznam internetových zdrojů

ČAPPO – Česká asociace petrolejářského průmyslu a obchodu [online]. 2016 [cit. 2. července 2016]. Dostupné na: <<http://www.cappo.cz/>>.

Damodaran Online [online]. New York: Damodaran Online, 1999-2015 [cit. 2. července 2016]. Dostupné na: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

DELOITTE CENTRAL EUROPE. *Top 500 Central Europe 2013* [online]. 2013 [cit. 19. března 2014]. Dostupné na: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/ce-top500-2013.pdf>>.

Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot [online]. Česká národní banka, 2012 [cit. 1. září 2016]. Dostupné na: <https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_II/boxy_a_prilohy/zo_i_2012_II_box_2.html>.

Jak vidí cenu ropy odborníci? Analytici se s tradery neshodnou. In: *Investičníweb.cz* [online]. 23. 12. 2014 [cit. 30. srpna 2016]. Dostupné na: <<http://www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2014/12/23/jak-vidi-cenu-ropy-odbornici-jak-trh/>>.

Makroekonomická predikce – říjen 2014 [online]. Ministerstvo financí České republiky, [cit. 20. srpna 2016]. Dostupné na: <<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2014>>.

Monthly oil Market Report [online]. Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) , 2014 [cit. 25. srpna 2016]. Dostupné na: http://www.opec.org/opec_web/en/publications/2714.htm

NEUMAIEROVÁ, I; NEUMAIER, I. Index IN05. Evropské finanční systémy: Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference [online]. Brno: Masarykova universita, 2005, s. 145. [cit. 15. června 2016]. Dostupné na: <<http://is.muni.cz/do/econ/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>>.

ONDROVÁ, Monika. *Zhodnocení efektivnosti nákupního procesu*. Plzeň, 2014. Bakalářská práce. Západočeská universita v Plzni, Fakulta ekonomická. Vedoucí práce Ing. Yvona Šlechtová, Ph.D. Dostupné také z: <<https://otik.uk.zcu.cz/bitstream/handle/11025/13363/Zhodnoceni%20efektivnosti%20nakupniho%20procesu.pdf?sequence=1>>

PETROLEUM & OTHER LIQUIDS – Spot prices: Crude oil in Dollars per Barrel [online]. U.S. Energy Information Administration, 2006-2014 [cit. 15. srpna 2016]. Dostupné na: <http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm>.

Ropa a ropné produkty za rok 2006-2014 [online]. Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2006-2014 [cit. 1. září 2016]. <Dostupné na: <http://www.mpo.cz/cz/energetika/statistika/ropa-ropne-produkty/>>.

Svaz Dovozců Automobilů (SDA) [online]. Praha: Svaz Dovozců Automobilů, 1994-2016 [cit. 10. července 2016]. Dostupné na: <<http://portal.sda-cia.cz/>>.

Tank ONO, s.r.o. Výroční zpráva za rok 2010 [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, [cit. 20. srpna 2016]. Dostupné na: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=12455153&subjektId=148426&spis=477150>

Tank ONO, s.r.o. Výroční zpráva za rok 2011 [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, [cit. 20. srpna 2016]. Dostupné na: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=16570384&subjektId=148426&spis=477150>

Tank ONO, s.r.o. Výroční zpráva za rok 2012 [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, [cit. 20. srpna 2016]. Dostupné na: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17193709&subjektId=148426&spis=477150>

Tank ONO, s.r.o. Výroční zpráva za rok 2013 [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, [cit. 20. srpna 2016]. Dostupné na: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=20489359&subjektId=148426&spis=477150>

Tank ONO, s.r.o. Výroční zpráva za rok 2014 [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, [cit. 20. srpna 2016]. Dostupné na: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=39999320&subjektId=148426&spis=477150>

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj tržeb a EAT – prostorové a časové srovnání.....	49
Graf 2: Analýza čistého pracovního kapitálu (v tis. Kč)	54
Graf 3: Strukturální pohled na index IN05	57
Graf 4: Kvantitativní vymezení relevantního trhu ve fyzických jednotkách (mil. litrů).....	62
Graf 5: Faktory vývoje cen nafty (Kč/litr)	68
Graf 6: Závislost ceny benzínu (Kč/litr) na ceně ropy typu Brent (USD/barel).....	69
Graf 7: Vztah vývoje ceny ropy Brent v USD a kurzu USD/CZK.....	70
Graf 8: Prognóza průměrné ceny ropy typu Brent pro období 2015-2019 (USD/barel).....	73
Graf 9: Historický vývoj tržního podílu Společnosti k datu ocenění	75
Graf 10: Tržní podíly nejvýznamnějších konkurentů relevantního trhu v letech 2009-2014 (v %)	76
Graf 11: Vývoj spotových úrokových měr dle doby do splatnosti k 31. 12. 2014 (v %)	115
Graf 12: Vývoj spotových a termínových úrokových měr dle doby do splatnosti k 31. 12. 2014	116
Graf 13: Termínové úrokové relevantní pro jednotlivé roky plánu (v %)	116

Seznam tabulek

Tabulka 1: Příklady faktorů konkurenční síly relevantní pro obchodní podnik	21
Tabulka 2: Interpretace výsledných hodnot indexu IN05	27
Tabulka 3: Kvantifikace korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH).....	29
Tabulka 4: Kalkulace upraveného provozně nutného pracovního kapitálu	31
Tabulka 5: Výčet základních metod pro ocenění podniku	34
Tabulka 6: Kvantifikace volných peněžních toků – FCFE (v tis. Kč)	36
Tabulka 7: Historický vývoj Tank ONO, s.r.o. k 31. 12. 2014	41
Tabulka 8: Rozvaha ve zkráceném rozsahu za sledované období (v tis. Kč).....	44
Tabulka 9: Výkaz zisku a ztráty za sledované období (v tis. Kč)	47
Tabulka 10: Výkaz peněžních toků za sledované období (v tis. Kč)	50
Tabulka 11: Ukazatele rentability – časové a prostorové srovnání	52
Tabulka 12: Ukazatele aktivity ve sledovaném období	53
Tabulka 13: Ukazatele likvidity ve sledovaném období	54
Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období	55
Tabulka 15: Tvorba hodnoty - EVA (v tis. Kč).....	56
Tabulka 16: Index IN05 ve sledovaném období.....	57
Tabulka 17: Nejvýznamnější společnosti relevantního trhu k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2014	61
Tabulka 18: Kvantitativní vymezení relevantního trhu v peněžních jednotkách.....	63
Tabulka 19: Analýza atraktivity trhu	64
Tabulka 20: Obecné faktory vývoje relevantního trhu	67
Tabulka 21: Vývoj sazeb spotřební daně z PHM (v Kč/litr).....	70
Tabulka 22: Vývoj vozového parku České republiky v letech 2011 - 2014.....	71
Tabulka 23: Prognóza vývoje relevantního trhu	72
Tabulka 24: Prognóza relevantního trhu – statistický aparát.....	72
Tabulka 25: Prognóza vývoje relevantního pro roky 2018-2019 – expertní odhad.....	74
Tabulka 26: Tržní podíly hlavních konkurentů relevantního trhu v letech 2009-2014 (v %)	76
Tabulka 27: Analýza konkurenční síly podniku Tank ONO, s.r.o.....	81
Tabulka 28: Prognóza tržního podílu – grafické vyjádření (v %).....	82
Tabulka 29: Prognóza tržního podílu pro období 1. a 2. fáze (v %)	82
Tabulka 30: Prognóza tržeb společnosti Tank ONO, s.r.o. k datu ocenění	83
Tabulka 31: Prognózované tržby společnosti Tank ONO, s.r.o. (v tis. Kč).....	84
Tabulka 32: Provozně nutný investovaný kapitál za roky 2010-2014 (v tis. Kč)	86
Tabulka 33: Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a daní za roky 2010-2014 (v tis. Kč)	87
Tabulka 34: Prognóza tržeb Společnosti ke dni ocenění, tj. k 31. 12. 2014 (v tis. Kč)	88
Tabulka 35: Analýza ziskové marže shora (v tis. Kč)	88
Tabulka 36: Hodnocení konkurenční struktury Společnosti.....	90
Tabulka 37: Analýza osobních nákladů v letech 2010-2014.....	91
Tabulka 38: Prognóza osobních nákladů pro roky 2015-2019	92
Tabulka 39: Analýza finančních výnosů ve vztahu k celkovým tržbám za roky 2010-2014.....	92
Tabulka 40: Predikce ziskové marže shora.....	93
Tabulka 41: Analýza položek KPVH ve vztahu k celkovým tržbám za roky 2010-2014 (v %)	93
Tabulka 42: Predikce ziskové marže zdola (v %).....	94

Tabulka 43: Analýza doby obratu zásob (ve dnech)	95
Tabulka 44: Predikce doby obratu zásob (ve dnech)	96
Tabulka 45: Analýza doby obratu krátkodobých pohledávek (ve dnech)	96
Tabulka 46: Predikce doby obratu krátkodobých pohledávek (ve dnech).....	97
Tabulka 47: Analýza doby obratu krátkodobých závazků (ve dnech)	98
Tabulka 48: Predikce doby obratu krátkodobých závazků (ve dnech).....	98
Tabulka 49: Analýza doby obratu časového aktivního časového rozlišení (ve dnech)	99
Tabulka 50: Predikce doby obratu aktivního časového rozlišení (ve dnech):	99
Tabulka 51: Analýza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	99
Tabulka 52: Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	100
Tabulka 53: Analýza investic do nehmotného majetku (v tis. Kč)	101
Tabulka 54: Analýza investic do dlouhodobého hmotného majetku (v tis. Kč).....	102
Tabulka 55: Predikce DHM – stavby (v tis. Kč).....	103
Tabulka 56: Predikce DHM – pozemky (v tis. Kč).....	103
Tabulka 57: Predikce DHM – samostatné movité věci (v tis. Kč).....	104
Tabulka 58: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	105
Tabulka 59: Prognóza rozdělení výsledku hospodaření za účetní období (v tis. Kč)	107
Tabulka 60: Plánovaná rozvaha (v tis. Kč)	107
Tabulka 61: Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)	109
Tabulka 62: Analýza ukazatelů rentability – plán (v %).....	110
Tabulka 63: Analýza ukazatelů aktivity - plán.....	111
Tabulka 64: Analýza ukazatelů likvidity - plán	111
Tabulka 65: Analýza ukazatelů zadluženosti - plán.....	111
Tabulka 66: Prognóza provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč).....	112
Tabulka 67: Kvantifikace volných peněžních toků – FCFE (v tis. Kč)	113
Tabulka 68: Kvantifikace nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení	117
Tabulka 69: Vývoj ziskové marže z KPVH po dani (v %)	118
Tabulka 70: Vývoj rentability investovaného kapitálu (v %)	119
Tabulka 71: Pokračující hodnota (v tis. Kč).....	119
Tabulka 72: Ocenění Společnosti metodou DCF equity – účetní „nevyladěná“ kapitálová struktura (v tis. Kč).....	120
Tabulka 73: Ocenění Společnosti metodou DCF equity – tržní „vyladěná“ kapitálová struktura (v tis. Kč)	122
Tabulka 74: Ocenění Společnosti metodou DCF equity s vyladěním kapitálové struktury k datu ocenění (v tis. Kč).....	122

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha v plném rozsahu – Aktiva (v tis. Kč).....	132
Příloha 2: Rozvaha v plném rozsahu – Pasiva (v tis. Kč).....	133
Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu (v tis. Kč)	134
Příloha 4: Horizontální analýza rozvahy - Aktiva (relativní změna)	135
Příloha 5: Horizontální analýza rozvahy – Pasiva (relativní změna).....	136
Příloha 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (relativní změna).....	137
Příloha 7: Vertikální analýza rozvahy – Aktiva.....	138
Příloha 8: Vertikální analýza rozvahy - Pasiva	139
Příloha 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	140
Příloha 10: Vícenásobná regresní analýza – prognóza relevantního trhu.....	141

Přílohy

Příloha 1: Rozvaha v plném rozsahu – Aktiva (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem	609 097	731 576	762 701	861 085	859 485
Dlouhodobý majetek	134 217	147 994	140 529	181 159	204 897
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 194	1 020	1 370	1 382	1 602
Software	1 194	1 020	1 370	1 382	1 602
Dlouhodobý hmotný majetek	133 023	146 974	139 159	179 777	203 295
Pozemky	12 451	12 451	12 451	37 348	37 348
Stavby	91 986	103 121	103 832	107 608	126 001
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	27 583	30 732	22 701	34 132	39 946
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	104	645	75	246	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	899	25	100	443	0
Oběžná aktiva	473 249	581 781	620 265	678 043	652 683
Zásoby	51 626	76 932	120 665	163 540	141 122
Materiál	282	872	554	770	814
Zboží	51 344	76 060	120 111	162 770	140 308
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	75	89
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	75	89
Krátkodobé pohledávky	334 225	396 563	358 274	363 195	323 623
Pohledávky z obchodních vztahů	320 142	387 655	345 185	340 512	318 367
Stát - daňové pohledávky	140	2 104	10 156	16 978	112
Ostatní poskytnuté zálohy	13 912	6 679	2 872	5 558	4 951
Dohadné účty aktivní	31	29	24	10	81
Jiné pohledávky	0	96	37	137	112
Krátkodobý finanční majetek	87 398	108 286	141 326	151 233	187 849
Peníze	3 750	12 787	9 748	4 097	51 282
Účty v bankách	83 648	95 499	131 578	147 136	136 567
Časové rozlišení	1 631	1 801	1 907	1 883	1 905
Náklady příštích období	298	221	474	458	338
Příjmy příštích období	1 333	1 580	1 433	1 425	1 567

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014

Příloha 2: Rozvaha v plném rozsahu – Pasiva (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Pasiva celkem	609 097	731 576	762 701	861 085	859 485
Vlastní kapitál	82 303	108 731	111 953	111 627	138 277
Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	100	100	100	100	100
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	100	100	100	100	100
Výsledek hospodaření minulých let	56 386	81 202	107 631	110 853	110 527
Nerozdělený zisk minulých let	56 386	81 202	107 631	110 853	110 527
Výsledek hospodaření běžného účetního období	24 817	26 429	3 222	-326	26 650
Cizí zdroje	526 793	622 845	650 738	749 448	721 208
Dlouhodobé závazky	357 841	384 996	413 692	464 200	464 200
Jiné závazky	355 700	382 200	410 200	464 200	464 200
Odložený daňový závazek	2 141	2 796	3 492	0	0
Krátkodobé závazky	168 952	237 849	237 046	285 248	257 008
Závazky z obchodních vztahů	15 191	56 303	52 577	90 536	58 663
Závazky ke společníkům, členům druž. a k účast. sdruž.	103 573	124 573	124 573	130 573	130 573
Závazky k zaměstnancům	5 051	5 367	5 995	6 335	817
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 780	2 975	3 286	3 494	3 573
Stát - daňové závazky a dotace	3 887	1 892	534	591	5 999
Krátkodobé přijaté zálohy	34 042	40 729	46 942	49 340	47 708
Dohadné účty pasivní	4 428	6 010	3 139	4 379	3 981
Časové rozlišení	1	0	10	10	0
Výnosy příštích období	1	0	10	10	0

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	9 782 123	12 033 659	13 430 767	13 498 747	14 679 396
Náklady vynaložené na prodané zboží	9 545 459	11 795 527	13 199 979	13 278 009	14 398 756
Obchodní marže	236 664	238 132	230 788	220 738	280 640
Výkony	21 366	24 952	24 915	24 614	28 782
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	21 366	24 952	24 915	24 614	28 782
Výkonová spotřeba	45 869	46 371	46 227	48 905	48 127
Spotřeba materiálu a energie	20 588	22 675	23 083	24 325	25 916
Služby	25 281	23 696	23 144	24 580	22 211
Přidaná hodnota	212 161	216 713	209 476	196 447	261 295
Osobní náklady	94 695	101 856	113 986	120 666	125 981
Mzdové náklady	70 718	76 043	85 108	90 252	94 062
Náklady na sociální zabezpečení a zdravot. poj	23 977	25 813	28 878	30 414	31 919
Daně a poplatky	122	551	116	334	602
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	15 918	18 617	19 361	18 692	19 253
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	45	50	0	0	420
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	45	50	0	0	420
Změna stavu rezerv	11 275	1 520	-11 617	379	5 453
Ostatní provozní výnosy	2 381	2 275	3 123	7 492	3 272
Ostatní provozní náklady	2 050	1 723	14 951	1 759	1 560
Provozní výsledek hospodaření	90 527	94 771	75 802	62 109	112 138
Výnosové úroky	39	45	44	10	5
Ostatní finanční výnosy	6 123	16 484	15 038	17 904	10 186
Ostatní finanční náklady	65 403	78 977	87 392	84 957	90 788
Finanční výsledek hospodaření	-59 241	-62 448	-72 310	-67 043	-80 597
Daň z příjmů za běžnou činnost	6 782	6 901	1 374	-3 567	5 390
- splatná	6 094	6 246	678	0	5 404
- odložená	688	655	696	-3 567	-14
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	24 504	25 422	2 118	-1 367	26 151
Mimořádné výnosy	696	1 243	1 363	1 041	1 089
Mimořádné náklady	251	0	0	0	383
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	132	236	259	0	207
- splatná	132	236	259	0	207
Mimořádný výsledek hospodaření	313	1 007	1 104	1 041	499
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	24 817	26 429	3 222	-326	26 650

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014

Příloha 4: Horizontální analýza rozvahy - Aktiva (relativní změna)

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014
Aktiva celkem	20,1%	4,3%	12,9%	-0,2%
Dlouhodobý majetek	10,3%	-5,0%	28,9%	13,1%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-14,6%	34,3%	0,9%	15,9%
Software	-14,6%	34,3%	0,9%	15,9%
Dlouhodobý hmotný majetek	10,5%	-5,3%	29,2%	13,1%
Pozemky	0,0%	0,0%	200,0%	0,0%
Stavby	12,1%	0,7%	3,6%	17,1%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	11,4%	-26,1%	50,4%	17,0%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	520,2%	-88,4%	228,0%	-100,0%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-97,2%	300,0%	343,0%	-100,0%
Oběžná aktiva	22,9%	6,6%	9,3%	-3,7%
Zásoby	49,0%	56,8%	35,5%	-13,7%
Materiál	209,2%	-36,5%	39,0%	5,7%
Zboží	48,1%	57,9%	35,5%	-13,8%
Dlouhodobé pohledávky				18,7%
Odložená daňová pohledávka				18,7%
Krátkodobé pohledávky	18,7%	-9,7%	1,4%	-10,9%
Pohledávky z obchodních vztahů	21,1%	-11,0%	-1,4%	-6,5%
Stát - daňové pohledávky	1402,9%	382,7%	67,2%	-99,3%
Ostatní poskytnuté zálohy	-52,0%	-57,0%	93,5%	-10,9%
Dohadné účty aktivní	-6,5%	-17,2%	-58,3%	710,0%
Jiné pohledávky		-61,5%	270,3%	-18,2%
Krátkodobý finanční majetek	23,9%	30,5%	7,0%	24,2%
Peníze	241,0%	-23,8%	-58,0%	1151,7%
Účty v bankách	14,2%	37,8%	11,8%	-7,2%
Časové rozlišení	10,4%	5,9%	-1,3%	1,2%
Náklady příštích období	-25,8%	114,5%	-3,4%	-26,2%
Příjmy příštích období	18,5%	-9,3%	-0,6%	10,0%

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní výpočty

Příloha 5: Horizontální analýza rozvahy – Pasiva (relativní změna)

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014
Pasiva celkem	20,1%	4,3%	12,9%	-0,2%
Vlastní kapitál	32,1%	3,0%	-0,3%	23,9%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výsledek hospodaření minulých let	44,0%	32,5%	3,0%	-0,3%
Nerozdělený zisk minulých let	44,0%	32,5%	3,0%	-0,3%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	6,5%	-87,8%	-110,1%	8274,8%
Cizí zdroje	18,2%	4,5%	15,2%	-3,8%
Dlouhodobé závazky	7,6%	7,5%	12,2%	0,0%
Jiné závazky	7,5%	7,3%	13,2%	0,0%
Odložený daňový závazek	30,6%	24,9%	-100,0%	
Krátkodobé závazky	40,8%	-0,3%	20,3%	-9,9%
Závazky z obchodních vztahů	270,6%	-6,6%	72,2%	-35,2%
Závazky ke společníkům, členům druž. a k účast. sdruž.	20,3%	0,0%	4,8%	0,0%
Závazky k zaměstnancům	6,3%	11,7%	5,7%	-87,1%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	7,0%	10,5%	6,3%	2,3%
Stát - daňové závazky a dotace	-51,3%	-71,8%	10,7%	915,1%
Krátkodobé přijaté zálohy	19,6%	15,3%	5,1%	-3,3%
Dohadné účty pasivní	35,7%	-47,8%	39,5%	-9,1%
Časové rozlišení	-100,0%		0,0%	-100,0%
Výnosy příštích období	-100,0%		0,0%	-100,0%

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní výpočty

Příloha 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (relativní změna)

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014
Tržby za prodej zboží	23,02%	11,61%	0,51%	8,75%
Náklady vynaložené na prodané zboží	23,57%	11,91%	0,59%	8,44%
Obchodní marže	0,62%	-3,08%	-4,35%	27,14%
Výkony	16,78%	-0,15%	-1,21%	16,93%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	16,78%	-0,15%	-1,21%	16,93%
Výkonová spotřeba	1,09%	-0,31%	5,79%	-1,59%
Spotřeba materiálu a energie	10,14%	1,80%	5,38%	6,54%
Služby	-6,27%	-2,33%	6,20%	-9,64%
Přidaná hodnota	2,15%	-3,34%	-6,22%	33,01%
Osobní náklady	7,56%	11,91%	5,86%	4,40%
Mzdové náklady	7,53%	11,92%	6,04%	4,22%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravot. poj	7,66%	11,87%	5,32%	4,95%
Daně a poplatky	351,64%	-78,95%	187,93%	80,24%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	16,96%	4,00%	-3,46%	3,00%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	11,11%	-100,00%		
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	11,11%	-100,00%		
Změna stavu rezerv	-86,52%	-864,28%	-103,26%	1338,79%
Ostatní provozní výnosy	-4,45%	37,27%	139,90%	-56,33%
Ostatní provozní náklady	-15,95%	767,73%	-88,23%	-11,31%
Provozní výsledek hospodaření	4,69%	-20,02%	-18,06%	80,55%
Výnosové úroky	15,38%	-2,22%	-77,27%	-50,00%
Ostatní finanční výnosy	169,21%	-8,77%	19,06%	-43,11%
Ostatní finanční náklady	20,75%	10,66%	-2,79%	6,86%
Finanční výsledek hospodaření	5,41%	15,79%	-7,28%	20,22%
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,75%	-80,09%	-359,61%	-251,11%
- splatná	2,49%	-89,15%	-100,00%	
- odložená	-4,80%	6,26%	-612,50%	-99,61%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3,75%	-91,67%	-164,54%	-2013,02%
Mimořádné výnosy	78,59%	9,65%	-23,62%	4,61%
Mimořádné náklady	-100,00%			
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	78,79%	9,75%	-100,00%	
- splatná	78,79%	9,75%	-100,00%	
Mimořádný výsledek hospodaření	221,73%	9,63%	-5,71%	-52,07%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	6,50%	-87,81%	-110,12%	-8274,85%

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní výpočty

Příloha 7: Vertikální analýza rozvahy – Aktiva

	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	22%	20%	18%	21%	24%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0%	0%	0%	0%	0%
Software	0%	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobý hmotný majetek	22%	20%	18%	21%	24%
Pozemky	2%	2%	2%	4%	4%
Stavby	15%	14%	14%	12%	15%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	5%	4%	3%	4%	5%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0%	0%	0%	0%	0%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0%	0%	0%	0%	0%
Oběžná aktiva	78%	80%	81%	79%	76%
Zásoby	8%	11%	16%	19%	16%
Materiál	0%	0%	0%	0%	0%
Zboží	8%	10%	16%	19%	16%
Dlouhodobé pohledávky	0%	0%	0%	0%	0%
Odložená daňová pohledávka	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé pohledávky	55%	54%	47%	42%	38%
Pohledávky z obchodních vztahů	53%	53%	45%	40%	37%
Stát - daňové pohledávky	0%	0%	1%	2%	0%
Ostatní poskytnuté zálohy	2%	1%	0%	1%	1%
Dohadné účty aktivní	0%	0%	0%	0%	0%
Jiné pohledávky	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobý finanční majetek	14%	15%	19%	18%	22%
Peníze	1%	2%	1%	0%	6%
Účty v bankách	14%	13%	17%	17%	16%
Časové rozlišení	0%	0%	0%	0%	0%
Náklady příštích období	0%	0%	0%	0%	0%
Příjmy příštích období	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní výpočty

Příloha 8: Vertikální analýza rozvahy - Pasiva

	2010	2011	2012	2013	2014
Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	14%	15%	15%	13%	16%
Základní kapitál	0%	0%	0%	0%	0%
Základní kapitál	0%	0%	0%	0%	0%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0%	0%	0%	0%	0%
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0%	0%	0%	0%	0%
Výsledek hospodaření minulých let	9%	11%	14%	13%	13%
Nerozdělený zisk minulých let	9%	11%	14%	13%	13%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	4%	4%	0%	0%	3%
Cizí zdroje	86%	85%	85%	87%	84%
Dlouhodobé závazky	59%	53%	54%	54%	54%
Jiné závazky	58%	52%	54%	54%	54%
Odložený daňový závazek	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé závazky	28%	33%	31%	33%	30%
Závazky z obchodních vztahů	2%	8%	7%	11%	7%
Závazky ke společníkům, členům druž. a k účast. sdruž.	17%	17%	16%	15%	15%
Závazky k zaměstnancům	1%	1%	1%	1%	0%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0%	0%	0%	0%	0%
Stát - daňové závazky a dotace	1%	0%	0%	0%	1%
Krátkodobé přijaté zálohy	6%	6%	6%	6%	6%
Dohadné účty pasivní	1%	1%	0%	1%	0%
Časové rozlišení	0%	0%	0%	0%	0%
Výnosy příštích období	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní výpočty

Příloha 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%
Náklady vynaložené na prodané zboží	97,4%	97,8%	98,1%	98,2%	97,9%
Obchodní marže	2,4%	2,0%	1,7%	1,6%	1,9%
Výkony	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Výkonová spotřeba	0,5%	0,4%	0,3%	0,4%	0,3%
Spotřeba materiálu a energie	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Služby	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Přidaná hodnota	2,2%	1,8%	1,6%	1,5%	1,8%
Osobní náklady	1,0%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%
Mzdové náklady	0,7%	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravot. poj	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Daně a poplatky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Změna stavu rezerv	0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%
Ostatní provozní výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Ostatní provozní náklady	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Provozní výsledek hospodaření	0,9%	0,8%	0,6%	0,5%	0,8%
Výnosové úroky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní finanční výnosy	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ostatní finanční náklady	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Finanční výsledek hospodaření	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
- splatná	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
- odložená	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,2%
Mimořádné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mimořádné náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
- splatná	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mimořádný výsledek hospodaření	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,2%

Zdroj: účetní výkazy společnosti Tank ONO, s.r.o., 2010-2014, vlastní výpočty

Příloha 10: Vícenásobná regresní analýza – prognóza relevantního trhu

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,972801318
Hodnota spolehlivosti R	0,946342404
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,914147846
Chyba stř. hodnoty	3215390,239
Pozorování	9

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	3	9,11705E+14	3,03902E+14	29,39448368	0,001332337
Rezidua	5	5,16937E+13	1,03387E+13		
Celkem	8	9,63399E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>
Hranice	12 627 507 774	4152451992	3,040976223	2,9%	1953290110
ln (počet obyv)	-1 591 781 099	514669410,1	-3,092822436	2,7%	-2914780936
ln (mzda)	219 064 474,9	63923645,35	3,426970938	1,9%	54743513,26
Cena ropy (USD/BBL)	254 476,7	96546,88321	2,635783754	4,6%	6295,041988

Zdroj: vlastní výpočty