

**VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V
PRAZE**

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2019

Bc. Marek Hoférek

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Studijní obor: Finance a oceňování podniku



Ocenění společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně, a.s.

Autor diplomové práce:

Bc. Marek Hoférek

Vedoucí diplomové práce:

doc. Ing. Tomáš Krabec, MBA, Ph.D.

Rok obhajoby:

2020

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „*Ocenění společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně, a.s.*“ jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a ostatní zdroje jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

V Praze dne:

Podpis:

Bc. Hoférek Marek

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval mému vedoucímu doc. Ing. Tomáši Krabcovi, MBA, Ph.D. za přínosné rady a ochotu při zpracování mé diplomové práce.

ABSTRAKT

Cílem diplomové práce je ocenění společnosti Léčebné lázně Mariánské lázně a.s. k 1.1.2019. Ocenění je provedeno na základě dvou zvolených kategorií hodnoty, tržní a investiční hodnoty. V první části práce je autorem vymezeno metodologické a teoretické ukotvení kategorií hodnoty. V této části je též definován teoretický kupující pro investiční hodnotu. Druhá část práce se zabývá představením oceňované společnosti. Následně je zpracována strategická a finanční analýza. Na základě analýz je provedena prognóza generátorů hodnoty, ze kterých je sestaven finanční plán. Investiční a tržní hodnota jsou od kapitoly generátorů hodnoty separovány. Tržní i investiční hodnota je kalkulována prostřednictvím výnosové metody, konkrétně variantou DCF Entity. Výnosová ocenění (tržní a investiční) jsou doplněny o metodu tržního porovnání a kalkulaci účetní hodnoty podniku.

KLÍČOVÁ SLOVA

Léčebné lázně Mariánské Lázně, tržní hodnota, investiční hodnota, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, ocenění společnosti, DCF entity.

ABSTRACT

Aim of the thesis is valuation of the company Léčebné lázně Mariánské lázně a.s. as of 1st January 2019. The valuation is based on two selected categories of value, market and investment value. In the first part the author defines methodological and theoretical background of the categories of value. This part also defines the theoretical buyer for the investment value purposes. The second part deals with the introduction of the valued company. Subsequently, the strategic and financial analysis is calculated. Based on the analyzes, the forecasts of value drivers are made, from which the financial plan is compiled. The investment and market values are separated from the value generators chapter further on. Both market and investment values are calculated using the DCF Entity variant. DCF valuations (market and investment) are supplemented by a method of market comparison and calculation of the book value of the company.

KEY WORDS

Léčebné lázně Mariánské Lázně, market value, investment value, strategic analysis, financial analysis, value drivers, financial plan, business valuation, DCF entity.

Seznam použitých zkratk

BV	účetní hodnota vlastního kapitálu (z angličtiny „ <i>book value</i> “)
CF	peněžní toky (z angličtiny „ <i>cash flows</i> “)
CK	cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
DCF	diskontované peněžní toky (z angličtiny „ <i>discounted cash flows</i> “)
DM	dlouhodobý majetek
EBIT	výsledek hospodaření za účetní období před úroky a daní
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele (z aj. „ <i>free cash flows to firm</i> “)
IVS	mezinárodní účetní standardy (z aj. „ <i>international valuation standards</i> “)
K	celkový kapitál
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
LLML	Léčebné lázně Mariánské Lázně (oceňovaná společnost)
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
n_{CK}	náklady cizího kapitálu
n_{VK}	náklady vlastního kapitálu
NRPZS	národní registr poskytovatelů zdravotních služeb
PH	pokračující hodnota
S	tržby (z angličtiny „ <i>sales</i> “)
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu (z aj. „ <i>weighted average costs of capital</i> “)
ZM	zisková marže

Obsah

Úvod	0
1 Báze hodnoty, teoretický a regulační rámec	1
1.1 Rozdíly tržní a investiční báze hodnoty	4
1.2 Investiční hodnota – předpoklady teoretického kupujícího	5
2 Základní informace	6
2.1 Předmět a datum ocenění, báze hodnoty	6
2.2 Představení oceňované společnosti	6
2.3 Vlastnická struktura	6
2.4 Současnost společnosti	7
3 Strategická analýza	8
3.1 Analýza vnějšího potenciálu	8
3.1.1 Vymezení relevantního trhu	8
3.1.2 Kvantitativní analýza trhu	12
3.1.3 Atraktivita trhu	14
3.1.4 Vývoj relevantního trhu, hlavní ovlivňující faktory	20
3.1.5 Prognóza relevantního trhu	25
3.2 Analýza konkurenční síly	29
3.2.1 Identifikace konkurentů	29
3.2.2 Identifikace tržních podílů společností	31
3.2.3 Hodnocení vnitřního potenciálu	32
3.2.4 Vyhodnocení perspektivnosti na základě vnějšího a vnitřního potenciálu	35
3.2.5 Prognóza tržního podílu společnosti LLML	35
3.2.6 Prognóza tržeb společnosti LLML	37
4 Finanční analýza	38
4.1 Analýza účetní politiky	38
4.2 Analýza účetních výkazů	40
4.2.1 Analýza rozvahy	40
4.3 Analýza poměrových ukazatelů	46
4.3.1 Ukazatele likvidity	46
4.3.2 Ukazatele aktivity	47
4.3.3 Ukazatele rentability	49
4.3.4 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	50
4.3.5 Ukazatele produktivity	52
4.4 Souhrnné vyhodnocení perspektivnosti a finančního zdraví podniku	53
4.4.1 Model IN05	53
4.5 Syntéza dílčích výstupů finanční analýzy a její vyhodnocení	54
5 Generátory hodnoty	55

5.1	Rozdělení na provozně potřebná a nepotřebná aktiva.....	55
5.1.2	Provozně nutný investovaný kapitál.....	59
5.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	61
5.3	Generátory hodnoty a jejich prognóza	61
5.3.1	Tržby	61
5.3.2	Provozní zisková marže.....	62
5.4	Upravený (provozně nutný) pracovní kapitál	68
5.5	Investice do dlouhodobého majetku.....	71
5.6	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu	75
6	Finanční plán.....	76
6.1	Plán financování.....	76
6.1.1	Náklady cizího kapitálu.....	77
6.2	Nová dividendová politika	79
6.3	Plán výkazu zisků a ztrát.....	80
6.4	Plán výkazu peněžních toků (cash flow).....	80
6.5	Plán rozvahy.....	81
6.6	Finanční analýza plánu.....	83
7	Ocenění společnosti LLML	85
7.1	Ocenění podniku metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) entity	85
7.1.1	Diskontní míra pro DCF entity (tržní báze)	85
7.1.2	Náklady vlastního kapitálu, stavebnicová metoda (investiční báze).....	90
7.1.3	Výpočet volných peněžních toků FCFF a pokračující hodnoty podniku	96
7.1.4	Výsledná hodnota stanovená metodou DCF entity pro tržní a investiční hodnotu	101
7.2	Ocenění metodou tržního porovnání.....	102
7.3	Účetní hodnota	104
7.4	Rekonciliace.....	105
	Závěr.....	107
	Zdroje	108
	Literatura	108
	Internetové zdroje (hypertextové odkazy v textu práce).....	108
	Ostatní zdroje	109
	Seznam tabulek, obrázků a grafů	110
	Seznam příloh.....	113
	PŘÍLOHY	114

Úvod

Cílem této diplomové práce je stanovení tržní a investiční hodnoty pro oceňovaný podnik Léčebné lázně Mariánské Lázně a.s. k datu ocenění 1.1.2019. Tyto báze hodnoty budou následně srovnány v rámci komparace včetně popisu jejich odlišného postupu v rámci samotného postupu jednotlivých kapitol práce.

V samotném úvodu práce je potřebné vymezit definici obou bází hodnoty. Tuto definici lze nalézt v mezinárodních oceňovacích standardech (*international valuation standards*), kde je tržní hodnota definována takto¹: „*Tržní hodnota je 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 kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*”. Tržní hodnotě je v rámci IVS 104 Bases of value věnován celý paragraf 30. Tato báze hodnoty klade důraz na znovu-proveditelnost celého postupu ocenění, jinými slovy, veškeré informace musí vycházet z tržních dat které jsou transparentní a téměř vždy ověřitelné. Ocenění je pak provedeno za předpokladu stávající podnikové činnosti a pracuje s předpokladem nejvyššího možného využití majetku společnosti.

Investiční hodnota je v IVS definována takto²: „*Investiční hodnota je hodnota aktiva pro stávajícího či předpokládaného vlastníka, pro individuální investiční či provozní účely. Tato kategorie hodnoty zohledňuje faktory, které jsou specifické pro konkrétního kupujícího či prodávajícího a nejsou obecně použitelné pro účastníky trhu. Přestože hodnota aktiva pro vlastníka může být stejná jako částka, která by mohla být realizována při prodeji jiné osobě, tato kategorie hodnoty zohledňuje benefity z vlastnictví aktiva, a proto nutně nevyžaduje hypotetickou směnu. Je často používána pro měření investiční výkonnosti. Rozdíly mezi investiční hodnotou aktiva a jeho tržní hodnotou poskytují motivaci kupujícím či prodávajícím vstoupit na trh.*“ Investiční hodnotě je v rámci IVS 104 Bases of value věnován pouze krátký paragraf 60. Investiční hodnota není tak detailně definována jako tržní báze a pracuje ve všech částech ocenění především s předpokladem investora (či aktuálního vlastníka oceňovaného aktiva).

Postup ocenění bude proveden ve standardním sledu kapitol počínaje teoretickým pojednáním o bázích hodnoty a stanovením předpokladů konkrétního investora. Následovat bude strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty se sestavením finančního plánu a samotné ocenění společnosti. Tyto výnosové metody budou doplněny o metodu tržního porovnání, účetní hodnotu společnosti a na závěr bude zpracována rekonciliace ocenění a jednotlivých hodnot netto oceňované společnosti.

¹ International Valuation Standards Council: International Valuation Standards. Londýn, 2017, str.18

² International Valuation Standards Council: International Valuation Standards. Londýn, 2017, str.22

1 Báze hodnoty, teoretický a regulační rámec

V branži oceňování, či chcete-li ohodnocování velmi různorodých aktiv, se lze setkat s pojem báze hodnoty. Jako významový ekvivalent lze také nalézt pojmy kategorie, typy či standardy hodnoty.

Pro začátek je nutné jasně vymezit metodologické zázemí a teoretické pozadí, podle kterého lze standardy, či báze hodnoty v praxi aplikovat. V České republice neexistuje žádný zákonný rámec, kterým se oceňovatel musí při oceňování podniku řídit.³ Existuje ovšem jisté teoretické a metodologické zázemí v podobě standardů a metodických pokynů vydávaných respektovanými institucemi. Potřebné informace získat především ze tří možných zdrojů:⁴

1. České předpisy

a) *Zákon č. 151/1997 Sb. (Zákon o oceňování majetku)*

Zákon o oceňování majetku je použitelný především pro oceňování jednotlivých aktiv, jako například nemovitostí ni nehmotného majetku. Pro oceňování podniku zatím v rámci tohoto zákona není téměř žádná opora. Je pravděpodobné, že se tato situace v budoucnu změní.

b) *Metodický pokyn České národní banky*

Pokyn ČNB je určen pro oceňování podniku, ovšem za situace, kdy oceňujeme minoritní podíl při squeeze-outu. Jedná se tedy jen o specifický případ, kdy je posudek přímo určen České národní bance a pro „běžné“ ocenění nemá valného využití.

2. Oceňovací standardy IVS a z nich vycházející EVS

a) *Standardy IVS*

IVS slouží jako metodologický a teoretický základ pro odborníky v oblasti oceňování na víceméně celém světě a tvoří jistý základ konzistence oceňování. Tento standard je vydáván výborem pro mezinárodní oceňovací standardy, jež byl založen v USA s nynějším sídlem v Londýně. IVS obsahuje pět „Všeobecných standardů“ a šest „Standardů specifických pro jednotlivá aktiva“. Poslední verze standardů (IVS 2017) byla zveřejněna v lednu 2017 a vstoupila v platnost dne 1. července 2017.

b) *Standardy EVS*

Ze standardů IVS jsou vyvozeny standardy EVS tak, aby odpovídaly evropskému prostředí. Standard EVS vydává asociace TEGoVA od roku 1980 a do dnešního dne prošel osmnácti

³ Mějme na paměti, že se celá tato práce zabývá především oceňováním podniků. Pro oceňování nemovitostí, lze při využití vyhlášky č. 441/2013 Sb. (oceňovacího předpisu).

⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5. str.22

aktualizacemi jeho znění. Jejich nevýhodou pro oceňovatele podniků je jejich velký důraz na jiné typy aktiv, především nemovitosti. Prakticky opomíjejí jakýkoli postup ocenění podniku, přičemž spíše vymezují definici hodnoty a obecná pravidla, které by měla být při ohodnocování aktiv dodržována.

c) *Standard IDW S1*

Jako doplňující standard je třeba uvést také německý IDW S1. Ten je zaměřen na ohodnocování podniků a pro účely oceňování v České republice poskytuje cennou inspiraci.

3. Tuzemská a zahraniční odborná literatura

a) *Odborná literatura v České republice*

V tuzemsku značná část odborné veřejnosti využívá převážně publikace prof. Maříka, jež vychází jednak z anglosaské literatury, tak i německých oceňovacích standardů, přičemž oba tyto směry jsou doplněny know-how celého autorského kolektivu vycházejícího z českých realit. V České republice, co se týče související literatury, nelze z hlediska oceňování podniku od prof. Maříka, nalézt téměř žádný ucelený plnohodnotný ekvivalent.

b) *Zahraniční odborná literatura*

Co se týče zahraniční literatury, tak pro účely oceňování podniku můžeme především nahlédnout do literatury a aktualizovaných dat prof. Damodarana či využít rozsáhlé literatury Dr. Pratta. První uvedený, prof. Damodaran, je v branži oceňování považován za jednoho z největších celosvětových odborníků, přičemž i v České republice je znalci v rámci posudků hojně citován. Rozsáhlou informační základnu pro oceňování různých druhů aktiv, především podniků, mohou také tvořit publikace společnosti McKinsey & Company, které poskytují ucelený jak metodologický, tak výpočetní rámec ohodnocování aktiv.

Na základě těchto informací je zřejmé, že regulace, teoretický rámec i aplikace v praxi nejsou jednotné co se týče provedení postupu ocenění. V rámci oceňování se lze setkat s nepřehledným množstvímází hodnoty. Některé jsou využívány velmi hojně, jedná se především o tyto báze hodnoty:

- A. Tržní hodnota
- B. Investiční hodnota, též někdy označovaná jako subjektivní hodnota
- C. Objektivizovaná hodnota (pro účely ocenění v Německu)

Jiné kategorie hodnoty nejsou využívány v praxi téměř vůbec anebo jen velmi zřídka. Důvodem je jejich využití pro specifické účely ocenění majetku. Příkladem takovýchto bází hodnoty může být speciální hodnota (special value), či vnitřní hodnota (intrinsic value). Více využívány jsou ovšem synergická hodnota a hodnota likvidační. Likvidační hodnota jako taková je využívána ve znalecké praxi především u podniků v insolventci, nebo u podniků, které postupem času přestávají tvořit hodnotu. V tomto případě dochází k tomu, že aktuální majetek a pohledávky společnosti představují vyšší hodnotu (respektive jejich prodej), nežli výnosy plynoucí z její stávající činnosti i po započtení časové hodnoty peněz.

Pokud se budeme dále ptát, co báze hodnoty představují pro odhadce v českém prostředí, zjistíme, že hlubšímu rozboru tohoto pojmu se v rámci posudků vyhýbá. Nelze se tomu do jisté míry divit a proč tomu tak je, má zajisté mnoho příčin. Hlavním důvodem je stále velmi nešťastně, ze strany soudů, požadovaná „cena obvyklá“, která je specifickou kategorií hodnoty v české oceňovací praxi. Vymezení *ceny obvyklé* je provedeno v zákoně o oceňování a smysl jejího využití je rozporuplný. Fakt, že český zákon o oceňování stále nepracuje s tržní bází hodnoty a tato báze hodnoty je „suplována cenou obvyklou“ je dlouhodobým nešvarem české oceňovací branže.

Zadání znaleckého úkolu, pokud tedy máme na mysli oceňování pro soudní účely, je naprosto zásadní pro správnou volbu kategorie hodnoty. Jakým postupem by se měl tedy oceňovatel řídit, aby výsledné ocenění odpovídalo zvolené kategorii hodnoty? V tomto bodě lze uvést výčet několika podpůrných doporučení:

- a) Důvod ocenění – Je nutné rozlišovat ocenění pro účely investičního a podnikatelského rozhodování od posudků pro soudní praxi a finanční výkaznictví.
- b) Role odhadce pro jednotlivé kategorie hodnoty – Odhadce musí znát postoj, dle jakého k ocenění přistupuje, kupříkladu u investiční hodnoty není nestranným účastníkem trhu (tržní hodnota), ale přebírá očekávání konkrétního kupujícího (investora).
- c) Zdroje dat a informací – Tržní hodnota je založena na datech z trhu, který dosahuje určitého stupně likvidity. Tyto údaje jsou téměř vždy nesporné a ověřitelné. Investiční hodnota již nečerpá z tržních dat, ovšem konkretizuje veškeré informace pro oceňované aktivum (podnik). Vychází především z účetních dat a konkrétních požadavků a očekávání investora.

Výčet odlišností může pokračovat ještě mnohem hlouběji, ovšem tyto tři proměnné jsou pro jednotlivé báze hodnoty stěžejní.

1.1 Rozdíly tržní a investiční báze hodnoty

Tato práce si klade za svůj cíl ocenit konkrétní podnik na základě tržní a investiční bázi hodnoty. Je proto v této teoretické části potřebné uvést, k jakým odlišnostem dochází při samotném postupu ocenění. Očekávané rozdíly jsou uvedeny pro jednotlivé kapitoly práce v rámci tabulkového přehledu.

Tabulka 1: Postup odhadu tržní a investiční hodnoty (rozdíly)

	Tržní báze hodnoty	Investiční báze hodnoty
Strategická analýza	Dochází ke sladění strategické analýzy s tržními daty. Cílem je vymezení výnosového potenciálu společnosti. Bude provedena analýza vnitřního potenciálu (podniku), potenciálu relevantního trhu a stanovení růstu jak podniku, tak trhu.	Strategická analýza není téměř vyžadována, nedochází k porovnání s trhem. Volbou pro zpracování je možná zkrácená makro-predikce. Vzhledem k cíli práce bude strategická analýza pro investiční hodnotu vynechána a budou převzaty pouze některé závěry o atraktivitě z tržní hodnoty.
Finanční analýza	Je vypracována v souladu s cílem ocenění. Účelem je potvrzení předpokladu nekonečného trvání, zhodnocení finančního zdraví a tvorby hodnoty.	Stejně jako u strategické analýzy, není potřebné finanční analýzu vyhotovit, pokud si konkrétní investor neklade takový požadavek. Lze provést jen velmi stručnou deskripci finanční situace bez jakýchkoli ukazatelů a testů.
Provozní a neprovozní majetek	Majetek je rozdělen na provozní a neprovozní, na základě toho, zda je majetek využíván k provozním aktivitám (podnikatelské činnosti) společnosti. Dále je potřebné majetek rozdělit z důvodu odlišnosti rizika jednotlivých položek.	Rozdělení majetku je provedeno čistě dle požadavků investora. Není zde již členění dle využití k provozu a dle difference rizika.
Generátory hodnoty, finanční plán	Generátory hodnoty navazují na strategickou a finanční analýzu. Tržby jsou zpracovány v rámci strategické analýzy, zisková marže je konfrontována s trhem (odvětvím), investice jsou plánovány na základě koeficientu náročnosti tržeb. Vše za předpokladu, že je potvrzena tvorba hodnoty a předpoklad nekonečného trvání v rámci strategické a finanční analýzy.	Zisková marže je stanovena investorem, plán investic je možné predikovat podobně jako pro tržní hodnotu, ale pouze za předpokladu že investor s tímto plánem souhlasí a nepředloží svůj vlastní. V opačném případě jsou investice modelovány pouze dle přání investora. Neprobíhá již srovnání s odvětvím, trhem.
Ocenění společnosti (dle příslušné metody)	Pro náklady kapitálu je běžně využíván model CAPM. Rentabilita investic pro pokračující hodnotu je predikována na základě tržního průměru (odvětví) i podniku (finanční plán).	Pro náklady VK je využita stavebnicová metoda, díky které je do ocenění možné vnést konkrétní parametry investora (riziko, etc.). Rentabilita investovaného kapitálu (a investic) je pro PH již individuální a neopírá se žádným způsobem o tržní data.

Zdroj: Vlastní zpracování

1.2 Investiční hodnota – předpoklady teoretického kupujícího

Investiční hodnota je pro účely ocenění společnosti LLML zpracována na základě předpokladu koupě konkrétním investorem. Tato situace není postavena na reálných informacích a autor nemá žádné interní informace o takovéto akvizici. Veškeré rozhodnutí investora jsou v souladu s jeho veřejně známou obchodní politikou a jsou modelovány jako predikce možných reálných investičních kroků a záměrů.

Teoretickým investorem je *skupina Spa & Wellness Nature Resorts*. Jedná se o největší lázeňskou společnost v České republice, vlastníci společnosti Lázně Luhačovice a.s. a Lázně Jáchymov a.s.

Investor má za cíl rozšířit své portfolio lázeňských společností o oceňovanou společnost LLML se záměrem restrukturalizace společnosti.

Společnost LLML vlastní k datu ocenění sedm lázeňských hotelů a nemovitostí, jež byly v minulosti plně odepsány. Dále se tedy nenacházejí v účetnictví společnosti, což by investor velmi rád změnil. Některé nemovitosti jsou již v dezolátním stavu a některé potřebují nutné opravy pro opětovné uvedení do provozu. Hodnota těchto nemovitostí není známa a autor z důvodu nedostatku informací o jejich přesném stavu a stavební dokumentaci nemohl provést ani rámcové ocenění. Autorův názor je ovšem takový, že hodnota těchto nemovitostí velmi pravděpodobně převyšuje 150 milionů Kč.

Vedení společnosti LLML se k rekonstrukci neuchýlilo z důvodu vysoké kapitálové náročnosti a překážkám ze strany památkového úřadu, který lpí na dodržení všech historických konstrukčních provedení v případě rekonstrukce. Taková rekonstrukce je velmi finančně náročná a vedení společnosti ji nepovažuje za rentabilní. Investor je ochoten takovouto rekonstrukci u čtyř nemovitostí uskutečnit a zbylé odprodat. V případě provedení takovéto rekonstrukce budou budovy nově oceněny a navráceny tak zpět do účetnictví společnosti LLML. Renovace těchto budov s novou marketingovou kampaní je investičním cílem nového investora. Z důvodu předpokládané rekonstrukce bude investor kalkulovat se zadlužením společnosti ve vyšší míře, nežli je tomu u tržní hodnoty.

Rozdíly tržní a investiční hodnoty počínají kapitolou *generátory hodnoty*, jelikož finanční analýzu bylo možné převzít z tržního ocenění a strategická analýza je provedena ve zjednodušené podobě. Investor očekává stabilní růst tržeb ve výši **3 %** ročně a z důvodu investiční báze hodnoty není potřebné kalkulovat tržní podíly. Výpočet investiční hodnoty bude pro odlišitelnost postupu zvýrazněn **šedou barvou**.

2 Základní informace

2.1 Předmět a datum ocenění, báze hodnoty

Předmětem ocenění diplomové práce jsou Léčebné lázně Mariánské Lázně a.s. se sídlem Masarykova 22/5, 353 01 Mariánské Lázně. Společnost je oceněna k 1.1. 2019. Báze hodnoty je zvolena na dvou úrovních – tržní hodnota a investiční hodnota. Aplikované báze hodnoty jsou chápány dle Mezinárodních oceňovacích standardů, jež jsou popsány v samotném úvodu práce.

2.2 Představení oceňované společnosti

Tabulka 2: Základní údaje o oceňované společnosti - LLML

Obchodní firma	Léčebné lázně Mariánské Lázně a. s.
Sídlo	Masarykova 22/5, 353 01 Mariánské Lázně
Identifikační číslo	453 59 113
Právní forma	Akciová společnost
Spisová značka	B 196 vedená u Krajského soudu v Plzni
Datum vzniku a zápisu	1. května 1992
Základní kapitál	422 756 000 Kč

Zdroj: Výpis z obchodního rejstříku, vlastní zpracování

Předmětem podnikání společnosti dle výpisu z obchodního rejstříku jsou:

- komplexní ústavní a ambulantní péče (preventivní, kurativní a rehabilitační) za využití místních přírodních léčivých zdrojů
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- výroba a prodej přírodních stolních minerálních vod
- hostinská činnost
- poskytování tělovýchovných a sportovních služeb v oblasti fitness
- pedikúra, manikúra
- kosmetické služby

Dle klasifikace ekonomických činností je činnost klasifikována převážně na **Ústavní zdravotní péči (8610)**.

2.3 Vlastnická struktura

Dle výpisu z obchodního rejstříku k datu ocenění společnost vlastní jediný akcionář Drenčan Limited se sídlem ve Velké Británii.

2.4 Současnost společnosti

Oceňovaná společnost je největší společností, co se kapacity lůžek týká, v Mariánských lázních a třetí v České republice. Společnost hostům nabízí nejen tradiční léčení, ale také relaxační a wellness pobyty. Léčebné lázně Mariánské Lázně vlastní devět komplexů sloužících jako ubytovací zařízení. Hosté si mohou vybrat od tří – po pěti hvězdičkové ubytování.

Oceňovaná společnost je členem skupiny Danubius Hotels Group, což je jeden z největších hotelových řetězců v Evropě s lázeňskými hotely v České republice, Maďarsku, Rumunsku a na Slovensku.

V daných lázních je možné léčit osm nemocí – onkologické nemoci, nemoci oběhového ústrojí, nemoci trávicího ústrojí, nemoci z poruch výměny látkové a žláz s vnitřní sekrecí, nemoci dýchacího ústrojí, nemoci nervové, nemoci pohybového ústrojí a nemoci močového ústrojí⁵.

⁵ Zdroj: <http://www.lecebnelazne.cz/profiles/34-lecebne-lazne-marianske-lazne-a-s>

3 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy dochází k vymezení konkurentů společnosti. Vymezení jejího relevantního trhu a na tento trh navázanému výnosovému potenciálu, jehož je schopen podnik dosáhnout. Je to právě strategická analýza, jež dokáže oceňovateli napovědět, zda podnik a trh, na němž podnik působí, jsou dostatečně perspektivní a zda je vývoj tržeb podniku a jeho konkurentů pozitivní, či nikoli.

3.1 Analýza vnějšího potenciálu

V této části analýzy je definován trh, na kterém podnik působí. Na tento trh, jeho atraktivitu a vývoj lze nahlížet z několika úhlů, ovšem je potřebné definovat základní kritéria, která jsou u konkrétního trhu sledována. Nejprve je vhodné vymezit trh z hlediska území, na kterém se nachází. Dalším kritériem je produkt nebo služba, kterou podnik nabízí (vymezení věcné) a rozbor struktury zákazníků a konkurentů.

Následující část se zabývá historií a minulým vývojem trhu, jedná se o takzvané vymezení kvantitativní.

Ve chvíli, kdy je již trh věcně a kvantitativně vymezen, lze určit nakolik je atraktivní a jaké má silné a slabé stránky. Všechny tyto proměnné je potřebné posuzovat velmi individuálně, jelikož každý trh má svá specifika.

3.1.1 Vymezení relevantního trhu

Úvodem do analýzy vnějšího potenciálu je vymezení relevantního trhu. Tento trh, na kterém společnost působí, je vymezen z pohledu několika faktorů, dle kterých lze podnik blíže definovat. Vymezení těchto faktorů je zakončeno vyhodnocením atraktivity relevantního trhu s analýzou dalšího možného vývoje.

3.1.1.1 Vymezení z *hlediska produktu (služeb)*

Lázeňství je služba, pod kterou spadá zdravotní péče, ubytování v hotelech a s tím spojené pohostinství. Lázeňští hosté se chtějí i nějakým způsobem zabavit v mezech, kdy neprobíhají léčebné procedury. Důležitý je tedy i doplňkový kulturní program jako galerie, divadlo, sportovní aktivity, wellness příroda a výlety do okolí.

➤ **Poskytování lázeňské péče, ubytovacích a stravovacích služeb.**

Oceňovaná společnost léčí *onkologické onemocnění, nemoci oběhového ústrojí, nemoci trávicího ústrojí, nemoci z poruch výměny látkové a žláz s vnitřní sekrecí, nemoci dýchacího ústrojí, nemoci nervové, nemoci pohybového ústrojí a nemoci močového ústrojí.*

Dle klasifikace CZ-NACE se oceňovaná společnost zaměřuje především na **Ústavní zdravotní péči (8610)**.⁶Oceňovaná společnost se primárně zaměřuje na léčebné pobyty (v roce 2018 tvořily 84,52 % tržeb) a na hotelové pobyty (8,82 % tržeb), které zahrnují relaxaci a wellness. Léčení probíhá prostřednictvím přírodních léčivých zdrojů, kupříkladu minerálních pramenů.

Společnost působí v oblasti lázeňského cestovního ruchu a je největší společností poskytující lázeňskou péči a související hotelové služby v České republice.

Vymezení služeb oceňované společnosti je poměrně nejednoznačné. Lázeňství je specifické tím, že spojuje dohromady zdravotnictví a cestovní ruch, čímž se z logiky věci jedná o trh zasahující více služeb a produktů. Z hlediska vymezení produktu a služby se bude tedy jednat o lázeňskou a související ubytovací činnost stejně jako je tomu u jiných lázeňských společností.

3.1.1.2 Vymezení trhu z *hlediska území*

Sídlo i samotné podnikání společnosti je soustředěno v Karlovarském kraji v okrese města Cheb. Společnost poskytuje služby výhradně v Mariánských lázních. **Z hlediska území je trh vymezen na celé území České republiky.** Trh nebyl vymezen pouze v rámci Karlovarského kraje, především z toho důvodu, že zákazníci společnosti obvykle vybírají svůj lázeňský pobyt v rámci celé republiky.

Vymezení podnikání společnosti může být variantně řešeno v rámci střední Evropy, jelikož specifikum Karlovarského lázeňství je vysoká návštěvnost zahraničních hostů. Pro účely této strategické analýzy je ovšem zvolena Česká republika, jelikož sídlo společnosti a veškeré aktivity probíhají v rámci korunového platebního styku a pouze na českém území.

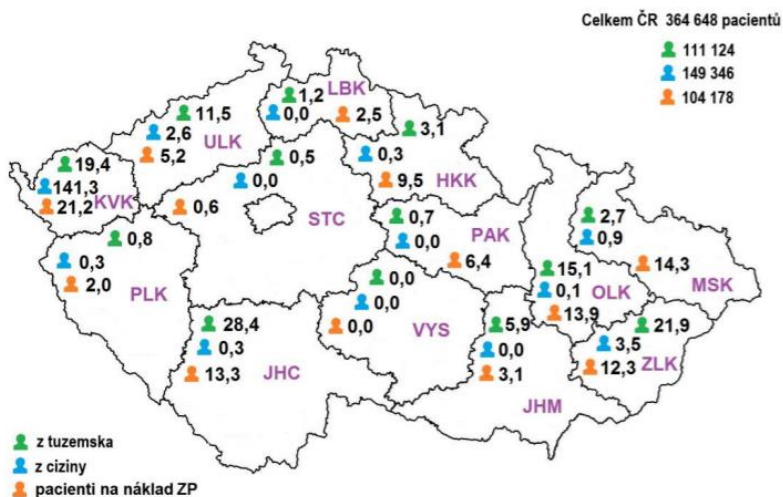
⁶ <http://www.nace.cz/8610-ustavni-zdravotni-pece>

Česká republika je specifická z hlediska kultury, lázeňské péče, cenové relace v komparaci se zahraničními lázněmi, které se nacházejí v Německu či Rakousku. Toto jsou proměnné, které hodnotitele vedou k závěru že možnost substituce, například návštěvy přeshraničních lázní v Německu a pobytu u společnosti LLML, není vysoká.

Návštěvnost nejznámějších a největších lázeňských regionů na území České republiky:

- Karlovarský kraj **181,9 tis. lidí**
- Zlínský kraj **37,7 tis. lidí**
- Jihočeský kraj **42 tis. lidí**
- Olomoucký kraj **29,1 tis. lidí**

Obrázek 1: Počty přijatých pacientů v lázeňských zařízeních, dle krajů v tisících



Zdroj: Special report (lázeňství) Česká spořitelna, červenec 2018

3.1.1.3 Vymezení trhu z hlediska zákazníků

Struktura hostů je částečně vymezena v rámci předchozí kapitoly. Návštěvníky společnosti LLML lze dělit do dvou skupin, a to na rezidenty a přeshraniční hosty. Struktura zákazníků je poměrně obtížně dohledatelná. Podíly na tržbách nejsou podloženy informacemi zveřejňovanými podnikem, ale jsou sestavena odhadem z několika relevantních zdrojů. Z výkazů informačního centra Mariánských lázní⁷, výkazů společnosti a reportu České spořitelny týkajícího se lázeňství lze vyvodit, že odhadem 30 % tržeb společnosti generují

⁷ https://www.marianskelazne.cz/userfiles/mestske-infocentrum_navstevnost-mesta-2-q-2018.pdf

zákazníci z Německa, dalších 30 % zákazníci z Ruska a 20 % občasně České republiky. Zbylých 20 % tvoří především zákazníci ze zemí jako je Izrael, Čína, Ukrajina, Kazachstán a jiné země.

Další informací, u které je využito širší syntézy informací a do jisté míry odhadu je způsob, jakým zákazníci pobyt v lázních hradí a jakého původu tyto finanční zdroje jsou. S malou mírou nepřesnosti lze říci, že 40 % návštěvníků jsou samoplátci, 20 % zákazníků se účastní lázeňského pobytu v rámci českého pojištění, 20 % zákazníků využije pro návštěvu lázní některého z nabízených lázeňských balíčků a 17 % zákazníků je ubytováno na hotelech bez využití lázeňských služeb. Zbylých 3 % připadá na ostatní služby a pobyty hrazené zahraničními pojišťovnami. Celkový počet zákazníků společnosti se za sledované období pohybuje okolo 350 tisíc.

3.1.1.4 Vymezení trhu z hlediska konkurentů

Vymezení konkurence lze rozdělit do tří kategorií podle síly konkurence a jejího geografického rozsahu.

Určitý mikro-pohled na nejnižší úrovni tvoří konkurenti v rámci města Mariánské lázně. Spíše než segmentace na celkové společnosti, je konkurence tvořena jednotlivými hotely, které zároveň nabízejí lázeňské služby. Společnost LLML je vlastníkem devíti hotelových komplexů s kapacitou přes 900 pokojů. V těchto komplexech je možné ubytovat téměř 1700 hostů, jež si mohou vybrat mezi tří, čtyř a pěti hvězdičkovým hotelem. Vlajkovou lodí společnosti LLML je pětihvězdičkový hotel *Nové lázně*. Přímoou konkurenci tvoří především hotel Esplanade jako druhý pětihvězdičkový resort. Dalšími konkurenty čtyř a tří hvězdičkových hotelů jsou kupříkladu hotely Westend, Flora, Olympia a Falkensteiner Grand.

Konkurence se v rámci celé České republiky nachází ve všech krajích kromě kraje Vysočina. V **Karlovarském kraji** se kromě Mariánských lázní nachází další čtyři lázeňská města – Karlovy Vary, Jáchymov, Františkovy Lázně a Lázně Kynžvart. Druhým nejnavštěvovanějším krajem je Zlínský, následně Jihočeský a Olomoucký kraj.

Dle NRPZS k datu ocenění podniká 89⁸ poskytovatelů lázeňské a rehabilitační péče. Tito poskytovatelé spravují celkem 231 lázeňských zařízení s lokalizací ve 32 městech České republiky. Právní forma těchto společností je nejčastěji s. r. o. a akciové společnosti (43 s. r. o.; 37 a. s.).

⁸ <https://www.uzis.cz/category/tematicke-rady/zdravotnicka-statistika/lazenska-pece-lazne>

Obrat všech společností nabízejících lázeňskou péči, dle uceleného reportu České spořitelny⁹ i dostupných dat z databáze Amadeus, přesahuje ročně 12 mld. Kč. Tato suma je do jisté míry zkreslena tržbami z provozování hotelů, které se u některých společnostech nenacházejí vždy v lázeňských regionech. Tržby snížené o tyto nesouvisející výnosy dosahují za sledované období odhadem 10 až 11 miliard korun.

Pro srovnatelnost je v České republice nabízeno 23 395 lůžek, z čehož oceňovaná společnost disponuje 1 647 lůžky, respektive 7 % na celkovém počtu.

Nejužší relevantní konkurence je tedy vymezena v rámci celé České republiky, a to na základě spektra léčených nemocí a velikosti tržeb, respektive srovnatelnou velikostí podniku na trhu lázeňské péče. Spektrum léčených nemocí znázorňuje *příloha 1*, v přílohové části práce.

Na základě těchto parametrů jsou vymezeni čtyři nejbližší konkurenti společnosti LLML. Lázně Františkovy Lázně, a.s.; Léčebné lázně Jáchymov a.s.; Lázně Luhačovice a.s. a Slatinné lázně Třeboň s.r.o.

3.1.2 Kvantitativní analýza trhu

Velikost trhu je odhadnuta na základě relevantní poptávky po lázeňských službách. Sledované období počíná rokem 2006 a končí rokem 2018. Lázeňské služby spadají do kategorie CZ NACE 8610, jedná se tedy o *Ústavní zdravotní péči*. Relevantní trh je ovšem nutné zúžit více, než na kategorii společností spadajících do tohoto konkrétního NACE, jelikož ústavní zdravotní péče zahrnuje veškeré zdravotnické zařízení, kupříkladu nemocnice. Lázeňská péče a související služby poskytované oceňovanou společností jsou tedy pouze segmentem CZ NACE 8610. Po užším vymezení pouze na společnosti zabývající se lázeňskou péčí lze zjistit, že od roku 2006 do roku 2018 na území České republiky poskytovalo lázeňskou péči 84 až 93 společností.

Potřebná data pro vytvoření kvantitativní analýzy jsou poskytována především Ústavem zdravotnických informací a statistiky ČR. Každoroční publikace „Lázeňská péče“ poskytuje velmi detailní informační základu pro přesné vymezení lázeňského trhu na území České republiky.

K vytvoření přesného modelu definujícího velikost trhu lze přistoupit dvěma způsoby. Prvním přístupem je převzetí a sumace výše tržeb všech společností poskytujících lázeňskou péči. Tyto data lze poměrně jednoduše získat kupříkladu z databáze *Amadeus*, je zde ovšem velmi dobrý

⁹https://www.csas.cz/content/dam/cz/csas/www_csas_cz/Dokumenty-korporat/Dokumenty/L%C3%A1ze%C5%8stv%C3%AD%20v%20%C4%8CR_2018_07_public.pdf

důvod, proč toto zjednodušené řešení nelze využít. Celkové tržby společností poskytující lázeňské služby nepocházejí pouze a jenom z lázeňských a přidružených podnikatelských aktivit. Očistění celkových tržeb o tyto nerelevantní tržby je pro takto rozsáhlý vzorek společností nemožné. Je tomu tak i u databáze *Passport*, která vede záznamy za odvětví *Spa industry*, do této klasifikace ovšem spadají i wellnesové služby a pobyty, které velikost trhu velmi zkreslují.

Jako přesnější se jeví vymezení trhu na základě konkrétních údajů zdravotních pojišťoven. Tento přístup relevantní trh vymezuje na základě počtu návštěvníků a výdajů zdravotních pojišťoven na lázeňskou péči. Pojišťovny rozlišují ve statistikách úhradu komplexní, tzv. KLP (komplexní lázeňská péče) a tzv. PLP (příspěvková lázeňská péče). Komplexní úhrada zahrnuje veškeré výdaje spojené s lázeňským pobytem návštěvníka, příspěvková péče zahrnuje pouze léčebné služby a aktivity, přičemž ubytování a stravu si návštěvník platí sám.

Postup výpočtu je uveden ve zjednodušené tabulce níže. Kompletní údaje za celou časovou řadu let 2006 až 2018 jsou vloženy v rámci *přílohy 2*.

Tabulka 3: Výpočet velikosti trhu přes úhrady pojišťoven

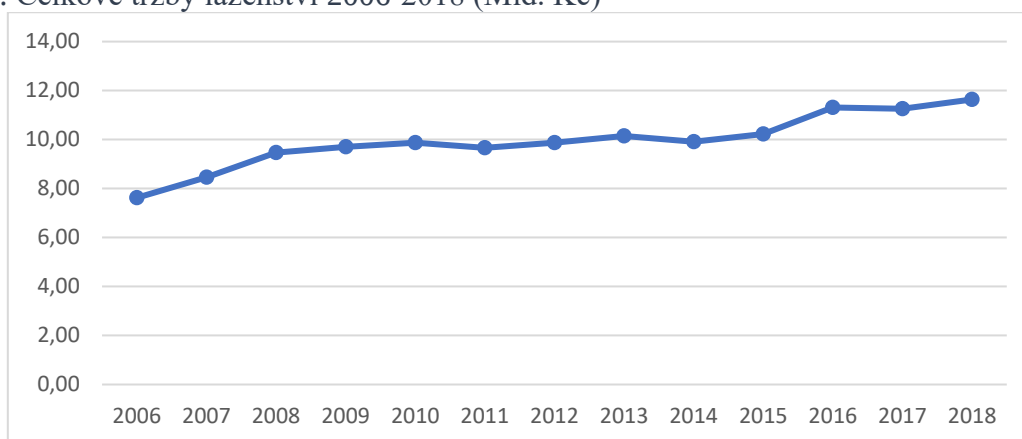
	2014	2015	2016	2017	2018
Výdaje pojišťoven na lázeňskou péči (mld. Kč)	2,45	2,88	3,17	3,30	3,43
Počet návštěvníků celkem	348 348	347 377	364 648	366 264	370 573
KLP komplexní lázeňská péče (počet lidí)	78 447	88 503	84 537	99 099	101 509
Náklady na člověka (hrazené pojišťovnou v Kč)	26 602	28 719	33 590	30 664	31 240
Náklady na člověka (samoplátce v Kč)	27 667	28 375	29 083	29 792	30 500
Náklady všech samoplátců a cizinců (mld. Kč)	7,47	7,35	8,15	7,96	8,21
Koeficient snížení pojišťovacích úhrad o PLP	14,8 %	11,7 %	10,4 %	7,9 %	7,5 %
Celkové tržby za lázeňství (mld. Kč)	9,92	10,23	11,32	11,26	11,64

Zdroj: ÚZIS – Lázeňská péče, zdravotnická ročenka ČR (2006-2018), vlastní zpracování

Celkové tržby za odvětví lázeňství jsou počítány jako součet výdajů pojišťoven na lázeňskou péči a výdajů samoplátců a cizinců. Z celkové zveřejněné částky výdajů pojišťoven je přepočten průměrný výdaj na osobu úpravou o PLP, jež je součástí nákladů pojišťoven. Po odečtení počtu návštěvníků hrazené komplexní péče, zůstane separován počet samoplátců a cizinců. V tomto bodě výpočtu je nutné pracovat s jistým paradigmatem, že průměrný návštěvník lázní (samoplátce) má srovnatelné náklady jako návštěvník lázní s komplexním hrazeným pobytem. Rozdělení na náklady samoplátců a pacientů, jež mají pobyt hrazen pojišťovnou je ten, že ministerstvo financí poměrně značně do těchto hrazených pobytů zasahuje. Volatilita nákladů hrazených pobytů je vyšší, než nákladů samoplátců. Takový efekt je pro legislativní zásahy pochopitelný. Na základě údajů o lázeňských pobytech a průměrné ceny, která meziročně roste,

byl dopočítán průměrný náklad průměrného samoplátce. Zde je nutné zdůraznit, že délka pobytu a utracená částka je poměrně individuální a autor si je vědom možné lehké nepřesnosti kalkulací průměrováním těchto hodnot. Po přepočtu nákladů na osobu a vynásobení počtem návštěvníků ve všech lázeňských zařízeních získáme výdaje všech samoplátců a po přičtení hrazených pobytů **celkové tržby za odvětví lázeňství**.

Graf 1: Celkové tržby lázeňství 2006-2018 (Mld. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování údajů z ÚZIS

3.1.3 Atraktivita trhu

Tržní atraktivita následuje po kvantitativním vymezení a komponuje devět faktorů. Tyto faktory trhu jsou analyzovány a hodnoceny na škále od 0 do 6 bodů. Faktory jsou dále násobeny váženým průměrem (váhami 1 až 3) a vyhodnoceny sumarizací výsledným procentem.

1. Tržní růst

Růstový potenciál lázeňského trhu je v mnoha ohledech značně omezený.

Lázeňství se odedávna vztahuje k léčení fyzických nebo psychických onemocnění. Z podstaty lázeňských procedur i z trendů, které u českých společností převládají, lze konstatovat, že lázeňské léčebné pobyty jsou určeny především pro věkovou skupinu zákazníků starších čtyřiceti let. Návštěvníci pod 18 let věku (děti) tvoří dlouhodobě pouze 4 až 6 % klientely lázní. S postupně stárnoucí populací lze očekávat lehký nárůst počtu návštěvníků lázeňského odvětví.

Omezujícím faktorem může do budoucna být fakt, že přírodní léčivé zdroje jsou omezené, ať už je řeč o lokalitě nebo množství v daném místě. Dá se říci, že počet lázní výrazně neporoste, dojde spíše ke konkurenčnímu boji a k rozšiřování nabídky a poskytování služeb – wellness, beauty, fitness programy. Programy relaxace a regenerace.

Tržní růst je tedy možný a bude spočívat v postupném sloučení lázeňských a wellnessových služeb. Hotely poskytují wellness pobyty a lázeňské společnosti se budou snažit od těchto konkurentů získat klientelu (srovnání s trhem hotelnictví). Prostor pro hledání zákazníků spočívá v rozšíření služeb a využití potenciálu firemních víkendových wellness balíčků, jako benefitu pro zaměstnance. Ruku v ruce jde i zvyšující se zájem obyvatel o zdravý životní styl.

V porovnání s jinými trhy kupříkladu hotelnictvím a cestovním ruchem je růst lázeňství nejistý a spočívá ve schopnosti podnikatelských subjektů skloubit nové trendy wellnessových aktivit s léčebnými procedurami, které tvoří základ lázeňské péče.

Růst trhu, hodnocení: 2 body

2. Velikost trhu

Ve srovnání s jinými trhy je lázeňství poměrně malé a specifické odvětví, ve kterém se přirozeně prolíná cestovní ruch, hotelnictví, restaurační business a léčebné aktivity (zdravotnictví). Velikost trhu je poměrně přesně popsána v předešlé kapitole.

Cílová skupina zákazníků je menší než u jiných trhů a její růst lze očekávat pouze pozvolný. Relevantním trhem je Česká republika, pouze Karlovarský kraj je více zaměřen na zahraniční klientelu a trh je dostatečně saturován. K tomuto závěru lze dojít při bližším zkoumání obsazenosti českých lázeňských zařízení, u kterých se v naprosté většině obsazenost pohybuje v rozmezí 50 až 75 %.

Důkazem toho je také velmi malý nárůst konkurence. V roce 2006 bylo na území ČR 85 lázeňských podniků, přičemž o dvanáct let později (k datu ocenění) podniká v Česku 93 lázeňských společností. Velikost trhu lze také odvodit od počtu lůžek, kterými tyto společnosti disponují. Za sledované období došlo k poklesu lůžkové kapacity z 25 770 lůžek v roce 2006 na 23 393 lůžek (k datu ocenění).

Velikost trhu, hodnocení: 2 body

3. Intenzita přímé konkurence

Oceňovaná společnost LLML vlastní devět hotelů s celkovou kapacitou 1647 lůžek. Konkurence společnosti na všech vymezených úrovních, ať už rámec města Mariánské lázně, region Karlovarského kraje, nebo celé České republiky, nedisponuje takovým rozsahem lůžkové kapacity jako společnost LLML. Pomineme-li nákladovou efektivnost, čistě dle výše tržeb společnost dosahuje mnohem vyšších výkonů nežli konkurence.

Ve srovnání s konkurencí všechny lázeňské společnosti, dá se říci, poskytují stejné služby. Liší se především tím, které onemocnění léčí. (Indikační seznam, viz vyhláška 267/2012 Sb. - Seznam nemocí).

Intenzita konkurence v odvětví lázeňství je na základě všech dostupných informací poměrně slabá. Důvodem je segmentace a specializace jednotlivých společností a regionů na vybrané léčené onemocnění. Návštěvníci lázní také vybírají na základě dojezdové vzdálenosti k jejich domovu, to dokazuje průměrně vyšší návštěvnost Karlovarského kraje hosty z Německé spolkové republiky nežli kupříkladu lázní nacházejících se na Moravě.

Intenzita konkurence, hodnocení: **4 body**

4. Průměrná rentabilita

Využití průměrné rentability za CZ NACE 8610 – Ústavní zdravotní péče je velmi nepřesné, a to z důvodů uvedených v kapitole 3.1.2.

Mnohem přesnější je využít vzorku relevantních konkurenčních společností. Tedy využít jistého zúžení trhu na mikro úroveň několika konkrétních podniků, čímž se vyfiltrují zkreslené údaje nesouvisejících výnosů méně relevantních společností. Tento postup bude proveden v kapitole *Finanční analýza – Ukazatele rentability*.

V rámci této analýzy týkající se celého trhu je potřebné shrnout, že oceňovaná společnost dosahuje nižších hodnot rentabilit, nežli je tomu u konkurenčních společností a postupně klesá. Rentabilita vlastního kapitálu se u společností působících v lázeňství pohybuje v rozmezí přibližně 5 až 12 %. Tato úroveň rentability je v porovnání s jinými trhy průměrná, až lehce podprůměrná.

Průměrná rentabilita, hodnocení: **2 body**

5. Možnost substituce

Substituce lázeňského pobytu a služeb je velmi obtížná. Odvětví lázeňství je úzce specializované na léčbu a pomoc pacientům s širokou škálou problémů a nemocí. Jedinou hrozbou pro budoucí možnost substituce jsou nové léčebné metody moderní medicíny. Tento trend souvisí s exponenciálním nárůstem lékařských postupů a léčebných metod.

Hrozbou pro lázeňské společnosti je spíše probíhající zkracování pobytu v lázních. Zákazníci chtějí rychlejší léčebný proces než nynější třítydenní léčebný procedurální plán. Pokud moderní

medicína poskytne rychlejší léčebný proces a návštěvníci budou volit spíše wellness a relaxační procedury mimo lázeňské odvětví, stane se substitute pravděpodobnější.

Substitute nyní není možná pro pacienty, kteří mají naordinovanou a zaplacenou komplexní lázeňskou péči nebo příspěvkovou lázeňskou péči. Substitute samoplátců je identicky velmi nepravděpodobná a probíhá v naprosté většině případů v rámci lázeňského odvětví a konkurentů na českém trhu nežli volbou například dovolené, nebo wellness pobytu.

V porovnání s jinými trhy je možnost substitute lázeňských služeb velmi nepravděpodobná v některých případech až vyloučená.

Možnost substitute, hodnocení: 6 bodů

6. Bariéry vstupu

Bariéry vstupu do lázeňského odvětví jsou vysoké. Trh je náročný na lokální dispozici léčebných zdrojů. Po celém území České republiky se nenacházejí přírodní léčebné prameny a jiné látky a substance, možnost podnikání je tedy spíše soustředěna do několika lázeňských měst.

Jde o kapitálově náročné odvětví, kdy pro poskytování lázeňských služeb je nutné využívat zdravotnická zařízení, vlastnit práva k léčebným zdrojům, disponovat dostatečnou lůžkovou kapacitou a zajišťovat dostatečnou technickou úroveň ubytovacích i léčebných objektů s dostatkem odborného personálu. Tyto proměnné velmi omezují vstup nových konkurentů do odvětví.

V porovnání s trhem hotelnictví a wellness poskytovateli, kde je jednodušší začít provozovat související činnost, lázeňské odvětví sdílí s provozovateli nemocnic a jiných zdravotnických zařízení vysokou úroveň bariér vstupu na trh.

Bariéry vstupu, hodnocení: 5 bodů

7. Citlivost na konjunkturu

Citlivost na konjunkturu je obecně poměrně těžko exaktně měřitelná. Je velmi důležité jaké dopady konjunktura má na ekonomiku, jestli je doprovázena i impulsem v sousedních státech, jak silné a finančně stabilní jsou podniky hospodařící na daném trhu aj.

Obecně lze říci, že odvětví lázeňství je dlouhodobě velmi stabilní. Lázeňští hosté a pacienti využívají služeb stabilně, jelikož jim v mnoha případech zdraví neumožňuje ani jinou možnost. Tuto charakteristiku lázeňství sdílí s celým makro trhem zdravotnictví.

Cenový vývoj je stabilní a pouze lehce předbíhá inflaci, přičemž poptávka a počet zákazníků je od sledovaného roku 2006 víceméně na srovnatelné úrovni. Citlivost na konjunkturu je nižší než u jiných trhů.

Citlivost na konjunkturu, hodnocení: 5 bodů

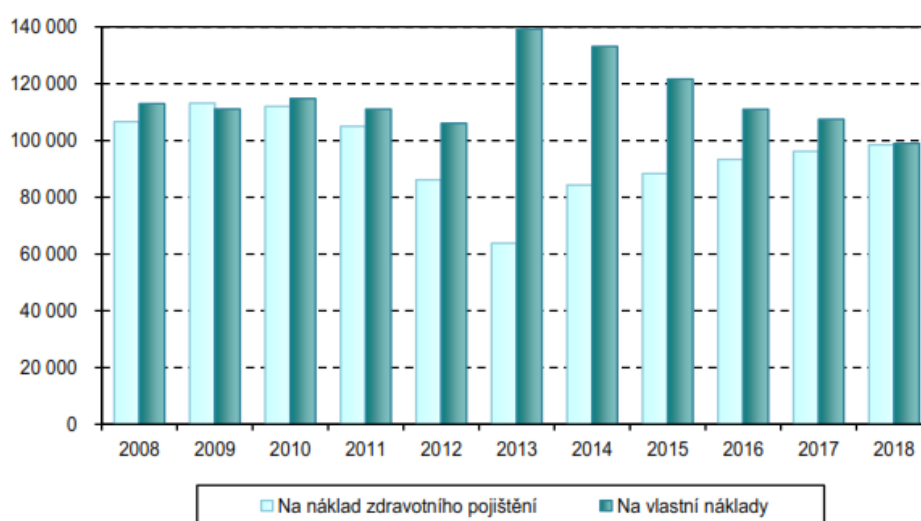
8. Zákazníci a jejich struktura

Spektrum potencionálních zákazníků je téměř neomezené. Lázeňskou péči i přes předchozí údaje o demografické struktuře v předchozí části *I. Tržní růst* může využít každý. Zákazníci podstupují lázeňskou péči ve čtyř již rozebraných scénářích.

- Komplexní lázeňská péče
- Příspěvková lázeňská péče
- Samoplátci Češi
- Samoplátci cizinci

V této části mnohem lépe strukturu a počet zákazníků v delším časovém období vystihne grafické znázornění.

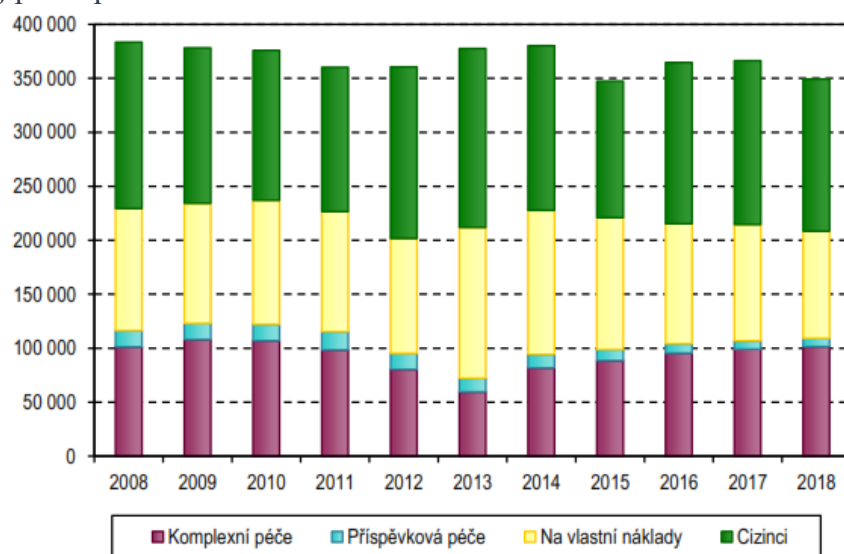
Graf 2 Vývoj počtu dospělých pacientů v lázeňských zařízeních (bez cizinců)



Zdroj: ÚZIS – Lázeňská péče 2018

Vývoj počtu pacientů je velmi zajímavou statistikou, kde lze sledovat propad pacientů na náklad zdravotního pojištění v roce 2013. K tomuto propadu došlo z důvodu úsporných změn ministerstva zdravotnictví (lázeňské pobyty v průměr zkráceny o týden, vyřazeno 80 diagnóz, omezení nároku na opakovanou lázeňskou léčbu). Tato situace se od roku 2013 uklidňuje a skokový nárůst pacientů na vlastní náklady se v roce 2018 vyrovnal s počtem zákazníků na náklad zdravotního pojištění.

Graf 3: Vývoj počtu pacientů celkem



Zdroj: ÚZIS – Lázeňská péče 2018

Druhý graf zachycuje stabilní počet pacientů v lázeňských zařízeních, u kterého lze sledovat lehce klesající tendenci. Trend může být způsoben lepším životním stylem obyvatel a efektivnější ambulantní léčbou.

V porovnání s jinými trhy je počet zákazníků a jejich struktura velmi stabilní a nelze v tomto ohledu očekávat zásadní změny.

Zákazníci a jejich struktura, hodnocení: 5 bodů

9. Vliv prostředí

Na lázeňský trh má vliv především ochota pojišťoven hradit léčebné pobyty. V předchozích částech analýzy lze v roce 2013 sledovat propad hrazených pobytů, který museli zákazníci substituovat z vlastních prostředků.

Positivní vliv má medicínský základ odvětví, lázeňská tradice, samotná existence dostatku léčivých přírodních zdrojů v České republice. Negativním vlivem lázeňského podnikatelského prostředí je chybějící inovace a výzkum balneologie jako takové, malá pestrost nabízené péče

a kulturně společenských akcí, nízká koordinace samospráv, nedostatek odborného personálu a nízká atraktivita lázeňského oboru u mladší populace.

Tyto vlivy prostředí jsou spíše negativní a lázeňský trh bude mít v porovnání s jinými trhy ještě spoustu práce tyto slabé stránky prostředí překonat.

Vliv prostředí, hodnocení: 2 body

Vyhodnocení analýzy atraktivity trhu je provedeno v rámci tabulky níže:

Tabulka 4: Analýza atraktivity trhu – výsledné hodnocení

Kritérium	Váha (1-3)	Bodové hodnocení jednotlivých kritérií (1-9)							Body
		Negativní			Průměr	Positivní			x
		0	1	2	3	4	5	6	Váha
1. Tržní růst	2			x					4
2. Velikost trhu	3			x					6
3. Intenzita přímé konkurence	2					x			8
4. Průměrná rentabilita	3			x					6
5. Možnost substituce	2							x	12
6. Bariéry vstupu	1						x		5
7. Citlivost na konjunkturu	1						x		5
8. Zákazníci a jejich struktura	2						x		10
9. Vliv prostředí	2			x					4
CELKEM	18								60
Atraktivita trhu:	55,6 %								

Zdroj: Mařík a kol. (2018), vlastní zpracování

Na základě výsledků vyhodnocených váženým průměrem devíti kritérií atraktivity trhu, lze sledovaný trh lázeňství označit za nadprůměrně atraktivní. Síla tohoto trhu je především ve stabilitě zákaznické základny, téměř neexistujících možnostech substituce a vysoké indiferenci ke konjunkturním ekonomickým cyklům.

3.1.4 Vývoj relevantního trhu, hlavní ovlivňující faktory

Tržní vývoj je nutné predikovat v závislosti na faktorech, které jej ovlivňují a u nichž lze měřit vysokou korelaci. V této části je využit osvědčený potup, dle (Mařík, 2018 str. 85), kdy jsou faktory rozděleny do tří základních skupin, které jsou dále hlouběji analyzovány. Faktory se dělí na:

- ❖ Faktory národohospodářské
- ❖ Obecné faktory poptávky
- ❖ Faktory specifické pro konkrétní služby či produkty

Po vymezení konkrétních faktorů, analýze jejich vývoje a trendu je provedeno statistické testování prostřednictvím regresních modelů. Na základě tohoto postupu lze zjistit, do jaké míry

konkrétní trh reaguje na vlivy faktorů z těchto tří skupin. Dle míry korelace a rozboru trendu časových řad je následně predikován samotný vývoj relevantního trhu do budoucna.

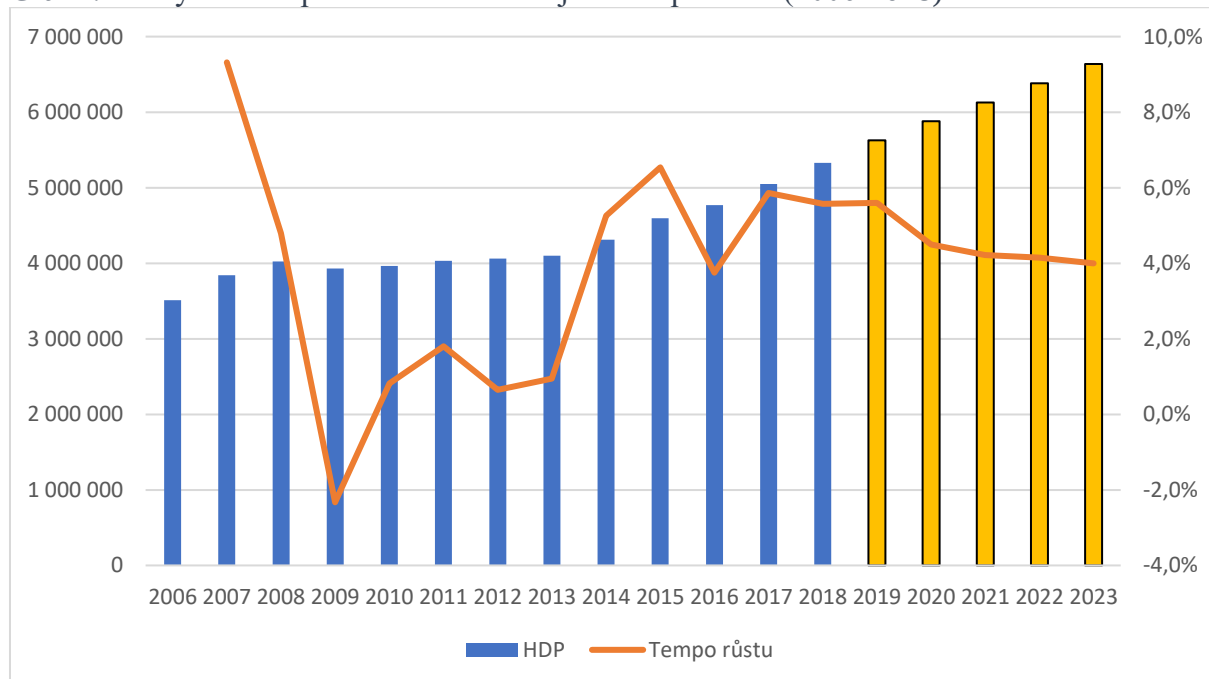
3.1.4.1 Faktory národohospodářské

Pro národohospodářské ukazatele platí, že z podstaty věci musí do jisté míry ovlivňovat každý trh, který se nachází na území daného státu. Pokud na analyzovaném trhu probíhá platební styk v českých korunách, probíhá nákup a prodej produktů a služeb v určité cenové hladině, vztažené na konkrétní měnu a zemi, musí tím pádem být tento trh ovlivněn inflací této cenové hladiny.

Dále lze očekávat, že produkce, kterou daná ekonomika vytvoří za jedno období (rok), má dopady napříč všemi segmenty trhu a pokud dojde ke zpomalení růstu ekonomiky a HDP, lze očekávat dominový efekt u velké části trhu. Některé trhy tímto nejsou zásadně ovlivněny, ovšem je nutno říci, že žádný trh není plně indiferentní k těmto faktorům, rozdílná je pouze míra korelace vývoje.

Hrubý domácí produkt je uváděn buď v běžných nebo stálých cenách. Metodika stálých cen využívá souvztažnost časové řady k jednomu roku. Pro účely porovnání bude využita varianta HDP v běžných cenách. Důvodem je lepší srovnatelnost výše tržeb (velikosti trhu) lázeňství s hrubým domácím produktem, který není nijak upravován.

Graf 4: Hrubý domácí produkt ČR v b.c. a jeho tempo růstu (2006-2018)

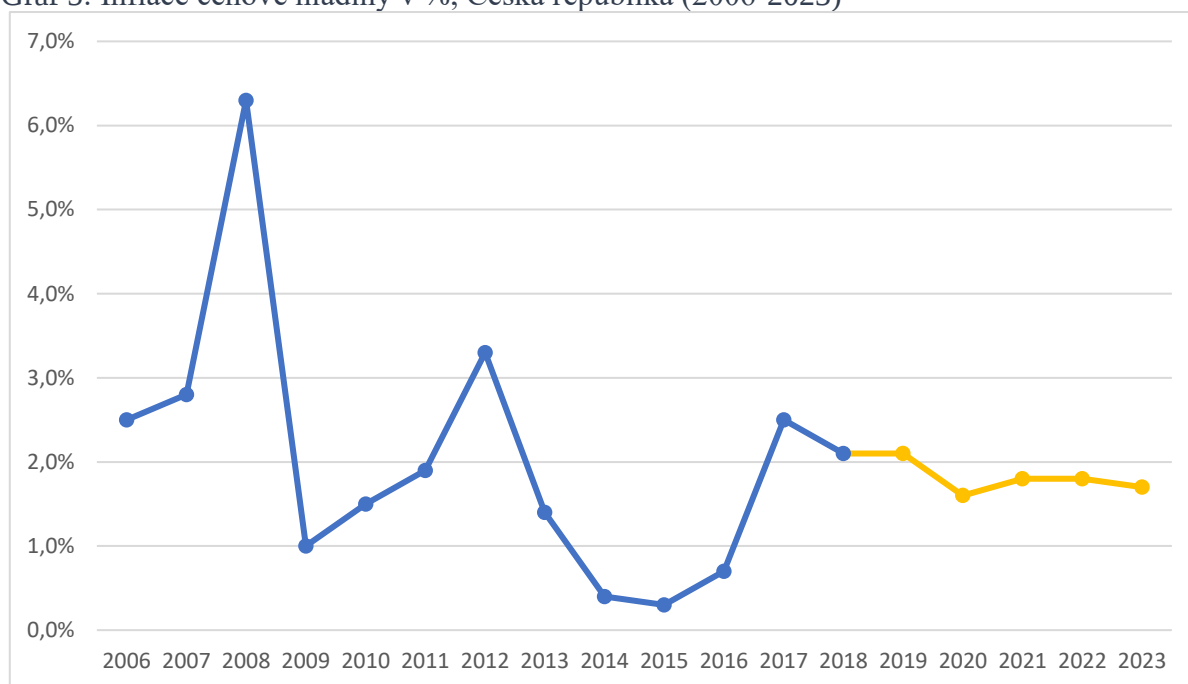


Zdroj: MFČR – Makroekonomická predikce prosinec 2018, ČSÚ, vlastní zpracování

Hrubý domácí produkt zaznamenal růst ve všech letech sledovaného období, s výjimkou roku 2009, kdy došlo k poklesu. Tento pokles byl zapříčiněn dopady globální finanční krize na českou ekonomiku. Predikce MFČR je na konci roku 2018 příznivá. Výhledová predikce růstu se pro následující čtyři roky pohybuje v rozmezí čtyř až šesti procent.

Druhý národohospodářský faktor *inflace cenové hladiny* podléhá od roku 1998 svému cílování. V průběhu let se politika ČNB měnila, ovšem od roku 2010, kdy Česká republika vstoupila do eurozóny, je inflační cíl nastaven ve výši 2 %.

Graf 5: Inflace cenové hladiny v %, Česká republika (2006-2023)



Zdroj: ČSÚ – Inflace, MFČR – makro predikce prosinec 2018, vlastní zpracování

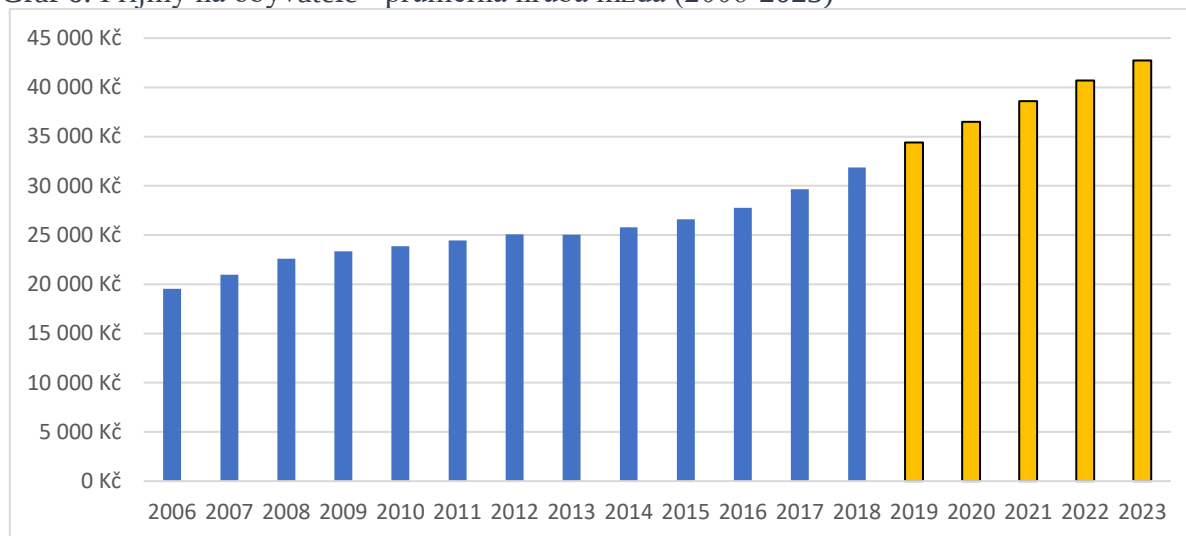
Inflace dosáhla svého vrcholu v roce 2008, opět jako důsledek finanční krize, přičemž v letech 2014 a 2015 hrozilo v ekonomice překlenutí do deflačního spektra. MFČR na základě predikce z prosince 2018 předpokládá stabilizaci inflace těsně pod inflačním cílem 2 %.

3.1.4.2 Obecné faktory poptávky

Obecné faktory, mezi které řadíme příjmy na obyvatele a počet obyvatel a jejich demografickou strukturu, ovlivňují vývoj lázeňství stejně jako faktory národohospodářské.

Příjmy na obyvatele jsou pro lázeňský trh podstatné především z pohledu samoplátců čili návštěvníků, kteří nemají pobyt plně ani částečně hrazen zdravotní pojišťovnou. Růst průměrné mzdy tedy může znamenat, že zákazníci si mohou hradit mnohdy nákladný pobyt v lázních sami, pokud jim není přiznána platba od pojišťoven.

Graf 6: Příjmy na obyvatele - průměrná hrubá mzda (2006-2023)

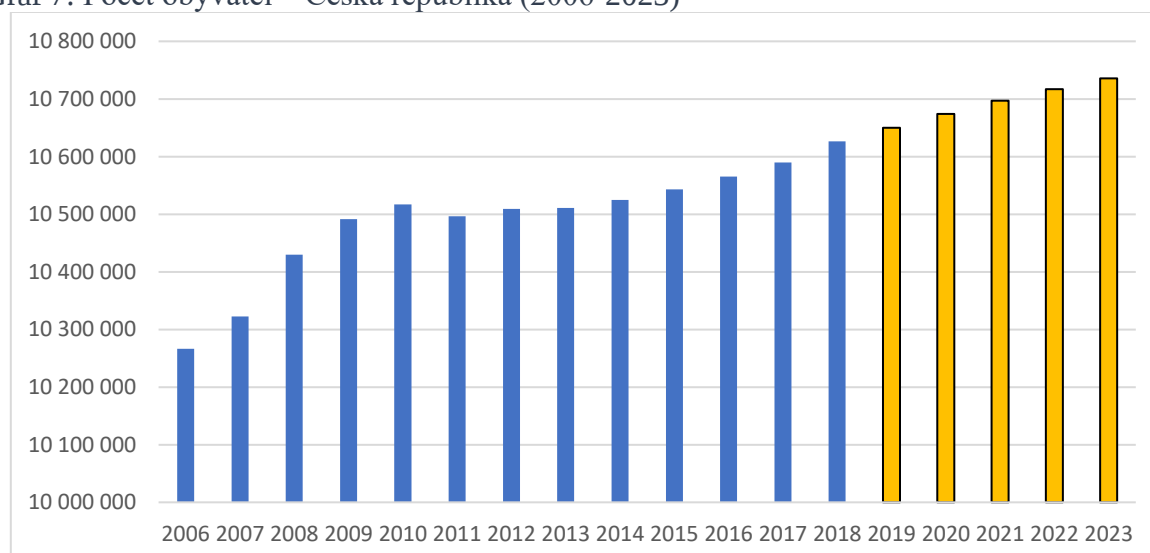


Zdroj: ČSÚ – data, časové řady, MFČR makro predikce prosinec 2018, vlastní zpracování

Predikce ministerstva financí je z pohledu výše mezd pro zaměstnance velmi pozitivní. Odborovým organizacím se při stávající nízké míře nezaměstnanosti daří velmi dobře tlačit na zvyšování mzdového výměru a dle predikce MFČR je tento trend pravděpodobný i do budoucna.

Počet obyvatel v České republice roste velmi malým tempem. Tento růst je uskutečňován pouze díky příchodu obyvatel z jiných zemí, jinými slovy migraci. Pokud bychom tento faktor pominuli, počet obyvatel dlouhodobě stabilně klesá.

Graf 7: Počet obyvatel – Česká republika (2006-2023)



Zdroj: ČSÚ – data, časové řady, MFČR makro predikce prosinec 2018, vlastní zpracování

Z hlediska demografické struktury, rozdělujeme obyvatelstvo do tří skupin. U těchto tří skupin je sledován průměrný meziroční nárůst počtu obyvatel mezi lety 2006-2018.

0-14 let	→	+1,3 %
15-64 let	→	-0,9 %
65 a více let	→	+3,1 %

Na základě těchto temp růstu můžeme zhodnotit pozitivní trend pro sledovaný lázeňský trh. V předchozí části analýzy bylo definováno, že většina zákazníků lázeňských služeb se nachází právě ve skupině nad 40 let. Růst kategorie důchodců tempem 3,1 % ročně je příznivým trendem pro možný potencionální počet zákazníků.

3.1.4.3 Faktory specifické pro konkrétní služby či produkty

V této kategorii lze uvést pouze obecné proměnné, které jsou velmi podrobně rozebrány v rámci kapitoly atraktivitu trhu. Všech devět faktorů je pro tuto část relevantních a nějakým způsobem trh ovlivňují. Z hlediska jejich diferencovanosti ovšem měřitelnost těchto vlivů za pomoci jakéhokoli modelu není téměř možná. Jejich exaktnost není tak jednoznačná jako u měřitelných veličin národohospodářských faktorů a faktorů poptávky. Nejsou tudíž dále podrobeny statistickému testování za pomoci regresní analýzy.

3.1.4.4 Vyhodnocení hlavních faktorů

Všechny faktory, jež budou v následující kapitole využity pro regresní analýzu, jsou uvedeny v tabulce níže:

Tabulka 5: Kvantitativní faktory relevantní pro lázeňský trh (2006-2023)

Rok	HDP běžné ceny (mil. Kč)	Inflace cenové hladiny (2015 = 100)	Průměrná hr. Mzda	Počet obyvatel
2006	3 512 798	78,90	19 546 Kč	10 266 646
2007	3 840 117	81,40	20 957 Kč	10 322 689
2008	4 024 117	84,20	22 592 Kč	10 429 692
2009	3 930 409	90,50	23 344 Kč	10 491 492
2010	3 962 464	91,50	23 864 Kč	10 517 247
2011	4 033 755	93,00	24 455 Kč	10 496 672
2012	4 059 912	94,90	25 067 Kč	10 509 286
2013	4 098 128	98,20	25 035 Kč	10 510 719
2014	4 313 789	99,60	25 768 Kč	10 524 783
2015	4 595 783	100,00	26 591 Kč	10 542 942
2016	4 767 990	100,70	27 764 Kč	10 565 284
2017	5 047 267	103,20	29 638 Kč	10 589 526
2018	5 328 738	105,30	31 868 Kč	10 626 430
2019	5 627 000	107,40	34 400 Kč	10 650 000
2020	5 880 000	109,00	36 500 Kč	10 674 000
2021	6 128 000	110,80	38 600 Kč	10 697 000
2022	6 382 000	112,60	40 700 Kč	10 717 000
2023	6 637 280	114,30	42 735 Kč	10 735 755

Zdroj: Vlastní zpracování předchozích částí analýzy

3.1.5 Prognóza relevantního trhu

Délka prognózy by měla být určena s ohledem na možnou predikovatelnost budoucího vývoje. Trh lázeňství je spolu kupříkladu s výrobními podniky velmi stabilním trhem, konkurence se mění jen velmi zřídka, přičemž i počet a struktura zákazníků je velmi podobná. Délka období, pro které je prognóza provedena je stanovena na pět let. Konkrétně s počátkem k datu ocenění 1.1.2019 a konče 31.12.2023.

Samotná predikce je provedena na základě dat uváděných v rámci každoroční publikace *Lázeňská péče 20XX (hodnoty XX jsou uvedeny z důvodu využití publikací za období 2006 až 2018)*, kterou vydává Ústav zdravotnických informací a statistiky České republiky. Tyto data o pacientech a dalších podstatných faktorech jsou při výpočtu aplikovány na přesná data zveřejňovaná zdravotními pojišťovnami. Přesný postup výpočtu je uveden v kapitole 3.1.2 – *Kvantitativní analýza trhu*.

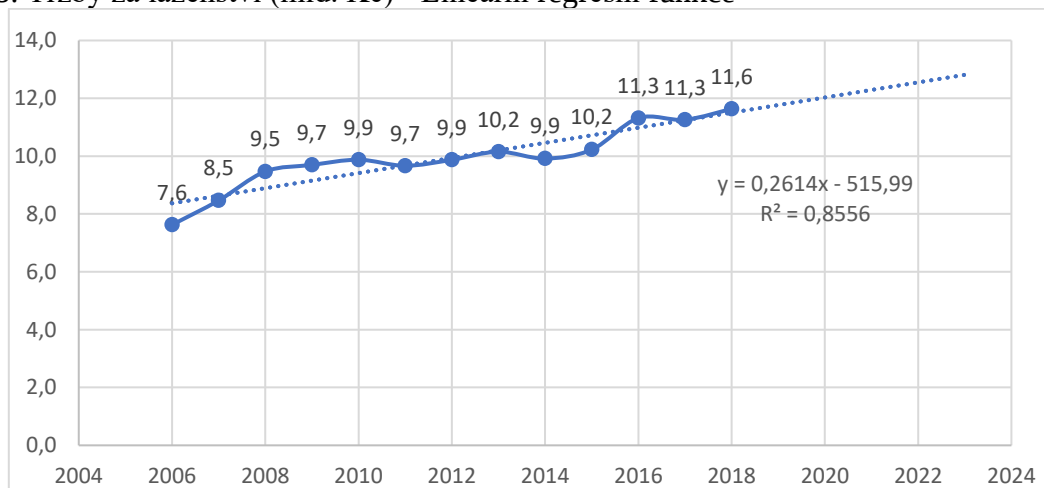
Výpočet velikosti relevantního trhu na základě údajů zdravotních pojišťoven je nejpřesnější, jelikož databáze Passport zahrnuje i jiné tržby než za trh lázeňství. Pokud by se naopak převzaly data z databáze Amadeus za všechny lázeňské podniky, jejich tržby obsahují mnohdy i velmi odlišné aktivity než lázeňské, došlo by k velkému zkreslení velikosti trhu. Proto je dle autora práce výpočet přes úhrady pojišťoven a modelací velikosti trhu nejsprávnější.

Vyrovnaní minulého vývoje s průběhem některé z funkcí je jednoduchým postupem zjištění přibližného budoucího vývoje. Vzhledem k faktu, že ministerstvo zdravotnictví od roku 2011 velmi ovlivňovalo počet hrazených lázeňských pobytů, což je dobře viditelné v rámci kapitoly *Analýza atraktivity trhu – 8. Zákazníci a jejich struktura*, přirozený vývoj jinak stabilního lázeňského trhu zaznamenal tržně neopodstatněný průběh. Je tedy zřejmé, že pokud jsou tyto přechodné změny způsobeny regulatorní legislativní úpravou přidělování hrazených pobytů ze zdravotního pojištění a nikoli vývojem trhu jako takového, nemusí korelace s obecnými faktory trhu být natolik významná.

Autor si je těchto specifík lázeňství vědom, ovšem z druhého úhlu pohledu je potřebné zdůraznit, že počet návštěvníků se dlouhodobě nemění, a i přes zásah ministerstva byl propad počtu pacientů přes zdravotní pojišťovny nahrazen samoplátcí. Tento fakt svědčí o nemožnosti substituce lázeňských služeb. Pokud se tedy zákazník potýká se zdravotním problémem, je ochoten si v případě, že nedosáhne na hrazenou péči, zaplatit pobyt i z vlastních prostředků.

Když přistoupíme k samotnému testování, sledovanou časovou řadu nejprve proložíme lineární funkcí. Na základě koeficientu determinace lze pak určit významnost korelace vývoje trhu s dokonale lineárním vývojem. Proložení touto lineární funkcí pak vypadá následovně:

Graf 8: Tržby za lázeňství (mld. Kč) - Lineární regresní funkce



Zdroj: Vlastní zpracování

Z výše uvedeného průběhu vidíme, že trh má jednoznačně růstový trend, ovšem je meziročně volatilní a vývoj není jednoznačně lineární. O tom svědčí i koeficient determinace (R^2) = 0,856. To lze označit jako vysokou závislost. Stále je ovšem nutné podložit vývoj trhu některou z faktorů reálné ekonomiky.

Pro další regresní testování jsou využity všechny kvantitativní faktory vymezené pro relevantní trh. Jednotlivé výpočty statistické analýzy jsou pro přehlednost práce uvedeny v rámci příloh 3 až 9.

Tabulka 6: Data regresní analýzy relevantního trhu

Jednotlivé regresory	Korelační koeficient	Koeficient determinace
HDP - b.c.	0,910	0,828
Inflace	0,923	0,853
Průměrná hrubá mzda	0,954	0,911
Počet obyvatel	0,958	0,918
Regrese se dvěma regresory		
Průměrná hr. Mzda + Počet obyvatel	0,977	0,954

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě výsledků regresní analýzy byl nejvyšší podíl společné variance u zkoumaného vývoje trhu jako závislé proměnné (regresand) a dvou jednotlivých nezávislých proměnných (regresorů), zjištěn u průměrné hrubé mzdy a počtu obyvatel. Za předpokladu neexistující autokorelace mezd a počtu obyvatel by měly být potvrzeny Gauss-Markovy předpoklady a je možné i pro takto kratší časovou řadu využít regresi se dvěma nezávislými proměnnými. Tato

část práce není předmětem zkoumání ekonometrie a hlubšího statistického testování, proto jsou G-M předpoklady brány jako potvrzené. Autor si je využitím tohoto postupu vědom jistého ulehčení statistické analýzy, pro účely predikce vývoje trhu následujících pěti let je ovšem možno pracovat i s případnými lehkými odchylkami modelu. Model lze považovat za statisticky významný, protože významnost $F(2,080 \dots E-07)$ je o několik řádů nižší, než hladina významnosti $P(0,01 \dots)$.

Tato regresní analýza je využita pro predikci budoucího vývoje trhu nejen z důvodu vysoké korelační determinace, ale má i fundamentální opodstatnění. Rostoucí průměrná mzda na obyvatele má na trh lázeňství velmi pozitivní důsledky. Za předpokladu, že nominální mzda roste rychleji než inflace cenové hladiny, což je v České republice několik let potvrzeno, disponibilní důchod a kupní síla obyvatel roste. Pokud mají zákazníci stále podobnou strukturu spotřebního koše, důsledkem je zvyšující se úroveň úspor. V situaci, kdy zákazníci nedosáhnou na hrazenou lázeňskou péči ze zdravotního pojištění, si mohou dovolit zdravotní problémy hradit z vlastních prostředků. Rostoucí počet obyvatel, především demografická změna v podobě stárnutí populace, pro trh lázeňství představuje také příznivý faktor v podobě nárůst možného počtu klientů.

Prognóza vývoje je provedena za pomoci modelace vývoje ve statistickém programu Gretl, který je běžně používanou neplacenou analytickou platformou. V přílohách práce lze nalézt podrobnější data ke statistické predikci.

Tabulka 7: Predikce tržeb lázeňského trhu

Rok	Reálné tržby trhu lázeňství (Kč)	Tempo růstu tržeb	Predikce vývoje trhu (Kč)
2006	7 624 600 000	N/A	N/A
2007	8 467 000 000	11,0 %	N/A
2008	9 468 600 000	11,8 %	N/A
2009	9 697 500 000	2,4 %	N/A
2010	9 876 300 000	1,8 %	N/A
2011	9 668 200 000	-2,1 %	N/A
2012	9 873 000 000	2,1 %	N/A
2013	10 151 700 000	2,8 %	N/A
2014	9 917 300 000	-2,3 %	N/A
2015	10 225 500 000	3,1 %	N/A
2016	11 316 600 000	10,7 %	N/A
2017	11 259 300 000	-0,5 %	N/A
2018	11 636 500 000	3,3 %	N/A
2019	N/A	4,5 %	12 160 800 000
2020	N/A	3,8 %	12 620 700 000
2021	N/A	3,6 %	13 075 000 000
2022	N/A	3,3 %	13 512 400 000
2023	N/A	3,1 %	13 932 700 000

Zdroj: Gretl – Vlastní zpracování

Data z programu Gretl nejsou pouze převzata, ale přepočtena dle temp růstu v jednotlivých letech. Bez tohoto postupu je běžné, že přelomový rok mezi predikcí a realitou, je numericky kalkulován s neopodstatněným propadem nebo nárůstem tržeb trhu. Statisticky k tomuto dochází z důvodu kalkulace se směrodatnou chybou v již známých letech. Gretl tímto, dá se říci, „vyhlazuje“ odchylky od výše tržeb v porovnání s předcházejícím a následujícím rokem.

Odhad tempa růstu pro druhou fázi

Tempo růstu trhu (g) po predikovaném roce 2023, čili z hlediska terminologie oceňování podniku druhá fáze ocenění (PH), je z principu nemožné vypočítat. V této fázi je vhodné do modelu připojit několik premis, dle kterých je možné se řídit při odhadu výše růstu trhu pro dlouhé období.

Dlouhodobě nelze očekávat, že tempo růstu trhu lázeňství, který je velmi rigidním trhem s vysokou mírou stabilizace, bude vyšší než tempo růstu HDP. Průměrné tempo růstu hrubého domácího produktu je 3,6 % ročně. Stabilita lázeňského trhu ovšem nejenže omezuje jeho růst, poskytuje také záruku poměrně stabilních výnosů. Růst trhu pod úrovní inflace (2 %) není v tomto případě pravděpodobný. Je tedy zřejmé, že odhad růstu bude ležet v intervalu 2 až 3,6 %.

Druhou premisu tvoří úvaha o nedostatcích lázeňství v České republice. Nedostatek argumentů pro efektivitu lázeňské péče, strukturálně nedostatečná podpora státu, téměř neexistující inovace a výzkum, nízká zainteresovanost místních obyvatel v lázeňských regionech, nízká diverzita klientů, nízká marketingová úroveň oboru a malá atraktivita pro nově příchozí lékaře a personál. Toto jsou jen některé z problémů, se kterými se lázeňské odvětví potýká. Nestabilita české legislativy, klesající rentabilita lázeňství jako odvětví, nedostatek personálu a zrychlující se tempo života obyvatel znamenají pro lázeňství přímé ohrožení do budoucna. Tyto nedostatky a určitá „zkostnatělost“ oboru jsou limitujícím faktorem pro možnost dlouhodobého intenzivního růstu.

Třetí a poslední premisa je naopak poměrně pozitivní. Lázeňství i přes všechny turbulence v oboru nikdy nezaznamenalo hluboký propad návštěvníků. Je zřejmé, že určitá věková skupina obyvatel potýkající se s širokou škálou zdravotních problémů nemá mnohdy jiné řešení než zlepšit svůj stav několikátýdenním pobytem v lázních. Tato již několikrát zmíněná nemožnost substituce a limitované územní rozšíření stávajících lázeňských regionů, přispívá k zajištění poměrně stabilních příjmů pro lázeňské společnosti.

Na základě těchto tří premis, lze přistoupit k výslednému odhadu tempa růstu. Trh lázeňství rostl za období 2006 až 2018 průměrným tempem 3,5 % ročně. S predikcí vývoje po roce 2018 se toto číslo nemění a statistickým výpočtem klesá v roce 2023 na úroveň 3,1 %. Toto tempo je dle autora dlouhodobě neudržitelné, především z důvodů uvedených v druhé premise odhadu. Po zvážení všech možností budoucího vývoje je **tempo růstu pro druhou fázi** stanoveno **ve výši 2,4 %**. Trh není vhodné „stabilizovat“ na úrovni cílované inflace ve výši 2 % především z důvodu možného potenciálu návratu balneologického výzkumu a vyřešení stávajících limitujících faktorů.

3.2 Analýza konkurenční síly

Tato druhá část strategické analýzy, označovaná jako analýza vnitřního potenciálu společnosti, dotváří ucelený informační rámec s výslednou predikcí tržního podílu a samotných tržeb oceňované společnosti. Tomuto vyhodnocení ale na samém začátku předchází vymezení konkurentů společnosti. Dále kalkulace tržních podílů u všech společností včetně oceňovaného podniku a analýza konkurenční síly v podobě jednotlivých faktorů.

3.2.1 Identifikace konkurentů

Vymezení širší konkurence společnosti bylo provedeno převážně v rámci kapitoly 3.1.1.4 *Vymezení trhu z hlediska konkurentů*.

V této kapitole je již věnována užší pozornost popisu a identifikaci konkrétních údajů o čtyř vymezených konkurentech:

1. Lázně Františkovy lázně, a.s.
2. Léčebné lázně Jáchymov, a.s.
3. Lázně Luhačovice, a.s.
4. Slatinné lázně Třeboň, s.r.o.

Tato nejbližší konkurence oceňované společnosti LLML tvoří základ veškerých následujících analýz, včetně srovnání v další části *finanční analýza*.

Lázně Františkovy lázně, a.s.

Tato lázeňská společnost disponuje kapacitou 1500 lůžek umístěných v osmi lázeňských hotelích a domech kategorie tří a čtyř hvězd. Město Františkovy lázně se nachází na samém západě karlovarského kraje a žije zde 5500 obyvatel. Kromě klasických lázeňských léčebných pobytů společnost poskytuje zákazníkům i wellness služby. Zákazníci po dobu rekonvalescence

mohou využít kulturní nabídku města a společnosti v podobě koncertů, přednášek, tanečních večerů, vernisáží apod.

Sportovní vyžití je zajištěno prostřednictvím minigolfu, tenisových kurtů a vlajkovou lodí společnosti – Aquaforum a Fitforum. Aquaforum je společností vlastněný aquapark, který patří mezi největší lázeňské aquaparky v České republice.

Z hlediska léčby nemocí poskytuje společnost léčbu devíti skupin onemocnění. Společnost využívá dvousetleté tradice léčby ve Františkových Lázních s lokálními přírodními zdroji. Ve městě se nachází dvacet minerálních pramenů se střední až silnou mineralizací, dále přírodní léčivá slatina a léčivé plyny separované z minerálních vod.

Léčebné lázně Jáchymov, a.s.

Společnost vlastní devět lázeňských domů a hotelů s celkovou kapacitou 700 lůžek a zaměstnává stabilně 600 zaměstnanců. Unikátem společnosti je léčba radonovou vodou, která se v lokalitě těží. Ta má blahodárný vliv například na pohybový aparát. Lázně jsou prvními radonovými lázněmi na světě a byly založeny v roce 1906. Společnost zaměstnává také dvacet horníků.

Společnost navštíví každým rokem 20 000 zákazníků, přičemž v lázních stráví průměrně sedmnáct dnů. V rámci pobytu je se zákazníkem sestaven individuální léčebný plán podle konkrétního lékařského vyšetření. Společnost léčí sedm skupin onemocnění.

Pro zákazníky je stejně jako u předešlé společnosti dostupné aquacentrum a wellness služby.

Lázně Luhačovice, a.s.

Společnost se jako jediný konkurent svojí polohou nachází na Moravě. Spolu s lázněmi Jáchymov tvoří největší lázeňskou skupinu v České republice. Společnost působí ve městě Luhačovice, které se nachází ve Zlínském kraji.

Lázně Luhačovice a.s. disponují 1300 lůžky, vlastní osm hotelů, tři lázeňské vily, šest penzionů a čtyři dětské léčebny. Spravuje také devět minerálních pramenů, včetně velmi dobře známé Vincentky. Tento pramen je nejvyužívanějším inhalačním médiem v České republice.

Společnost navazuje na 300 let tradice lokálního lázeňství a léčí se zde sedm skupin nemocí.

Slatinné lázně Třeboň, s.r.o.

V roce 2017 se dva samostatné právní subjekty Lázně Aurora a Bertiny lázně spojily fúzí sloučením v jednu společnost Slatinné lázně Třeboň s.r.o. Lázně se nachází na samém jihu Čech, v malebné chráněné krajinné oblasti Třeboňsko.

Vlastníkem nové společnosti je město, díky tomu je jedinou konkurenční společností, která je vlastněná municipalitou. Prodej či pronájem lázní dle vyjádření zastupitelů města nepřipadá v úvahu.

Slatinné lázně Třeboň léčí především onemocnění pohybového aparátu za pomoci slatiny. Ta je připravována ve formě koupelí a zábalů. Každoročně lázně navštíví 30 000 hostů pro které je dostupných 756 lůžek v hotelích a 380 v přilehlých depandancích. Léčí se zde dvě skupiny onemocnění, nemoci nervové a močového ústrojí. Jedná se tak o lázně s úzkou specializací.

3.2.2 Identifikace tržních podílů společností

Po užším vymezení konkurentů je možné, jak pro oceňovanou společnost, tak pro konkurenty, určit tržní podíl. Postupem výpočtu je převzetí tržeb relevantního trhu lázeňství a aplikace konkrétních dosažených tržeb společností v jednotlivých letech. Tyto údaje jsou znázorněny v tabulce níže:

Tabulka 8 Tržní podíl oceňovaného podniku a vymezených konkurentů

Tržby (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Trh lázeňství	9 917 261	10 225 550	11 316 562	11 259 291	11 636 452
Lázně Františkovy lázně	541 619	332 418	344 977	217 534	222 252
Tržní podíl	5,46 %	3,25 %	3,05 %	1,93 %	1,91 %
Léčebné lázně Jáchymov	489 750	517 519	541 953	572 834	575 477
Tržní podíl	4,94 %	5,06 %	4,79 %	5,09 %	4,95 %
LL Mariánské Lázně	895 822	807 650	823 856	868 793	840 227
Tržní podíl	9,03 %	7,90 %	7,28 %	7,72 %	7,22 %
Lázně Luhačovice	395 638	415 076	463 713	494 413	495 476
Tržní podíl	3,99 %	4,06 %	4,10 %	4,39 %	4,26 %
Slatinné lázně Třeboň	299 085	311 587	337 177	496 382	532 114
Tržní podíl	3,02 %	3,05 %	2,98 %	4,41 %	4,57 %

Celkový tržní podíl konkurentů a společnosti LLML	26,44 %	23,32 %	22,19 %	23,54 %	22,91 %
--	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Zdroj: Justice.cz výkazy společností, Vlastní zpracování

S výjimkou Františkových lázní společnosti zvyšují svůj tržní podíl, nebo jejich podíl stagnuje. Tržní podíl oceňované společnosti LLML je poměrně stabilní a drží se nad hranicí 7 %.

3.2.3 Hodnocení vnitřního potenciálu

Předmětem této části práce je zjistit, do jaké míry je společnost LLML schopna naplňovat svůj potenciál na relevantním trhu, využívat příležitostí a čelit konkurenčnímu tlaku ostatních subjektů podnikajících na lázeňském trhu. Srovnání společností je z omezených zdrojů a bez možnosti konzultace s managementem, či místního šetření, pouze orientační. Tento fakt je umocněn tím, že předmětem podnikání všech společností je poskytování služeb, konkrétně léčba široké škály onemocnění. Výsledky léčebného procesu mohou být velmi individuální a pro objektivní kvalitativní srovnání služeb velmi obtížné. Autor si je tohoto možného zkreslení vědom a hodnotí společnost na základě jejich účetních dat a marketingového obrazu, kterým se veřejně společnosti profilují. Vnitřní potenciál není z důvodů specifik odvětví řešen stejným způsobem jako potenciál vnější, ale postup dle *Mařík a kol. 2018 str. 109* je nahrazen srovnatelnou analýzou.

Hledisko šíře nabízených služeb

Pro komparaci nabízených služeb je vhodné využít šíři nabízených léčebných procedur a léčených skupin onemocnění. V rámci *přílohy 1* již byla dříve vložena tabulka vybraných lázeňských společností se spektrem léčených nemocí. LLML ve srovnání s konkurencí léčí 8 skupin onemocnění, což představuje nejširší spektrum služeb. V rámci dalších ubytovacích služeb, jako je ubytování a stravování je technická úroveň zařízení velmi podobná. Všichni konkurenti včetně oceňované společnosti vlastní hotely v kvalitativních třídách tří a čtyř hvězd. Oceňovaná společnost vlastní ovšem jako jediná i hotel pětihvězdičkový který představuje její vlajkovou loď.

Šíře a kvalita nabízených služeb je tedy obecně srovnatelná, oceňovaný podnik lze v rámci konkurentů ovšem považovat za lídra z důvodu léčeného spektra nemocí a kvality ubytování (pětihvězdičkový hotel).

Hledisko cenové úrovně

Cena služeb je v lázeňství hůře identifikovatelná. Není přesně dána cena jedné služby, ale opět jejich balíček, který zahrnuje cenu jednotlivých dílčích produktů. Nemožnost spolehlivě odlišit cenovou nabídku společností je problematickou charakteristikou lázeňského odvětví. Cenotvorba probíhá na základě odhadem dvanácti proměnných, které do výsledné inzerované

ceny léčebného balíčku vstupují. Nelze tedy jakýmkoli exaktním způsobem zjistit, jestli jsou služby nabízené oceňovanou společností dražší nežli společností konkurenční.

Tabulka 9: Faktory vstupující do cenotvorby lázeňského pobytu

Kategorie hotelu	Pokoj	Délka pobytu
3,4,5 hvězdičkový	Typ a stupeň vybavení pokoje	Možnosti slev při dlouhém pobytu
Druh platby	Lázeňské procedury v balíčku	Speciální příplatkové služby
Samoplátce / Pojišťovna	Počet, typ a délka (závažnost onemocnění)	Ano/Ne
Druhy léčených nemocí	Druh lázeňského balíčku	Věk návštěvníka
Léčba rozdílných kategorií nemocí je jinak nákladově náročná	Čistě léčebné pobyty / pobyty zahrnující i wellness a jiné společenské aktivity	Pobyt pro děti dražší než pro běžného dospělého návštěvníka
Druh objednávky pobytu	Úroveň péče	Nákladnost lokality v rámci ČR
Akční nabídky/last minute slevy	Nutnost pravidelné kontroly lékařem	Karlovarský / Zlínský kraj

Zdroj: Vlastní zpracování

Cena lázeňské péče se dále určuje smluvními ujednáními jednotlivých poskytovatelů lázeňské péče s jednotlivými zdravotními pojišťovnami. Tyto se mohou mnohdy lišit mezi lázeňskými společnostmi ale i jednotlivými pojišťovnami. Dle výše popsaných faktorů je zřejmé, že hledisko srovnatelnosti cenové nabídky je pro lázeňský sektor téměř neidentifikovatelné.

Hledisko reklamy, lokality a image společnosti

Pokud společnosti nelze rozlišit dle jejich cenové nabídky a jen orientačně dle šíře nabízených služeb, je možné provést srovnání pouze dle známosti lázeňské lokality, marketingových specifik společností a jejich image.

Oceňovaná společnost podniká v Mariánských lázních, toto město má z hlediska prestiže a veřejného povědomí v České republice výsadní postavení, přičemž velkým pozitivem je známost a historie města. V porovnání s městem Luhačovice a Třeboň mají svou polohou lázně Jáchymov, Františkovy lázně a Mariánské lázně velkou výhodu. V rámci Karlovarského kraje probíhá mnoho výstav a veletrhů, které mohou lázeňští hosté eventuelně navštívit.

Oceňovaná společnost leží v nejnavštěvovanějším lázeňském kraji republiky. Po Karlových Varech jsou druhé nejnavštěvovanější lázně Mariánské. Ty jsou druhé největší v České republice a navštíví je každoročně přes 200 000 hostů. Unikátní jsou zejména různorodostí a chemickým složením svých minerálních pramenů. Území lázeňského města je plné rozsáhlých parků s kolonádami.

Lázeňská města tvoří ucelený systém, který je vnímán zákazníky. Nelze tedy do jisté míry vyčlenit v lázních určité společnosti a hodnotit je separovaně. Konkurenceschopnost, reklama a spolupráce při budování ucelené image lázeňské lokality leží v rukou všech lokálních společností. V tomto ohledu Karlovarský kraj a jeho lázně představují v rámci republiky jednoznačného lídra. Oceňovaná společnost je tedy součástí lázeňského města, jež má jak mezi úzkou, tak i širokou konkurencí význačné postavení.

Hledisko majetku a investic společnosti

Žádná konkurenční společnost v lázeňském odvětví neprovádí výzkum a vývoj. Nedostatek rozvoje balneologie a podložení lázeňských procedur lékařským výzkumem je velkým nedostatkem oboru. Lázeňství ve 21. století zaostává za lékařskými výzkumy a nepodléhá tlaku inovací jako klasická medicína. Investice společností jsou tedy směřovány především do technického vybavení lázeňských budov a jejich renovace, jelikož výstavba nových hotelů probíhá velmi sporadicky. Hlubší pohled na strukturu investic oceňované společnosti a konkurentů je součástí kapitoly *Generátory hodnoty*. Pro účel strategické analýzy je proveden pouze základní ekonomický výpočet, zda společnost LLML dokáže svá odepisovaná aktiva spolehlivě obnovovat investiční činností. Ekonomická teorie pro perspektivní a zdravý podnik předpokládá, že výše investic bude pravidelně přesahovat výši odpisů.

Tabulka 10: Porovnání investiční činnosti a odepisovaného majetku LLML a konkurence

LLML	2015	2016	2017	2018	SUMA
Výše investic	60 621	49 506	61 344	134 364	305 835
Výše odpisů	88 667	88 168	88 608	109 348	374 791
Lázně Luhačovice	2015	2016	2017	2018	SUMA
Výše investic	91 982	102 641	113 802	35 323	343 748
Výše odpisů	40 581	43 765	44 502	47 700	176 548
Františkovy lázně	2015	2016	2017	2018	SUMA
Výše investic	118 073	49 372	48 701	5 595	221 741
Výše odpisů	10 344	8 479	9 582	9 795	38 200
Lázně Jáchymov	2015	2016	2017	2018	SUMA
Výše investic	39 451	33 733	56 364	45 097	174 645
Výše odpisů	32 590	30 785	32 675	34 019	130 069
Lázně Třeboň	2015	2016	2017	2018	SUMA
Výše investic	5 181	5 066	13 313	20 586	44 146
Výše odpisů	3 733	4 298	8 715	8 993	25 739

Zdroj: justice.cz výkazy společností, vlastní zpracování

Na základě srovnání v rámci tabulky lze vyhodnotit, že oceňovaná společnost narozdíl od konkurence, pro kratší časové období posledních čtyř let, nesplňuje ekonomické pravidlo investic přesahujících výši odpisů. Dle výše odpisů je zřejmé, že aktiva oceňované společnosti

budou několikanásobně vyšší než konkurence, proto je pro udržení jejich hodnoty potřebná také několikanásobná úroveň investic. Je otázkou, do jaké míry je oceňovaná společnost schopna využívat svých aktiv, což se bude promítat do jejich rentabilit. Tomuto rozboru se již bude věnovat kapitola *Finanční analýza*. Oceňovaný podnik ale z hlediska komparace investic s konkurencí lze hodnotit jako podprůměrný.

3.2.4 Vyhodnocení perspektivnosti na základě vnějšího a vnitřního potenciálu

Dle atraktivity lázeňského trhu a vyhodnocení vnějšího potenciálu je oceňovaný podnik ohodnocen nadprůměrně 55,6 %.

Vnitřní analýza podniku a jeho pozice v rámci konkurence vyšla z hlediska šíře nabízených služeb nadprůměrně, cenová úroveň služeb průměrně, jelikož za odvětví cenovou nabídku nelze blíže komparativně identifikovat. Z pohledu lokality a image společnosti je výsledek nadprůměrný a investice podniku nejsou v porovnání s konkurencí dostatečné. Vyhodnocení podniku v rámci vnitřní analýzy tedy vychází jako **průměrné**.

Perspektivnost podniku je po zvážení všech dílčích hodnocení průměrná a nelze jeho atraktivitu jednoznačně odlišit od konkurenčních společností. V některých faktorech podnik jednoznačně předčí konkurenci, ovšem v některých jsou jeho výsledky slabé. Pohled na atraktivitu podniku je simulován na základě pohledu průměrného investora a autor bere na zřetel všechna specifika tržní báze hodnoty.

3.2.5 Prognóza tržního podílu společnosti LLML

Relevantní trh lázeňství rostl za období let 2006 až 2018 průměrným tempem **3,69 %** ročně. Společnost, která si chce udržet svůj tržní podíl, musí dosáhnout obdobného tempa růstu. Srovnání vývoje relevantního trhu a tržního podílu společnosti je zachyceno tabulkou níže.

Tabulka 11: Růst relevantního trhu, tržby oceňované společnosti a její tržní podíl

Rok	Celkové tržby lázeňství (tis. Kč)	Růst trhu	Tržby podniku	Růst tržeb společnosti	Tržní podíl společnosti LLML	Růst/pokles tržního podílu
2006	7 624 598	N/A	661 868	N/A	8,68 %	N/A
2007	8 466 992	11,05 %	668 192	0,96 %	7,89 %	-9,09 %
2008	9 468 605	11,83 %	669 473	0,19 %	7,07 %	-10,41 %
2009	9 697 514	2,42 %	666 399	-0,46 %	6,87 %	-2,81 %
2010	9 876 293	1,84 %	666 407	0,00 %	6,75 %	-1,81 %
2011	9 668 213	-2,11 %	704 073	5,65 %	7,28 %	7,93 %
2012	9 872 966	2,12 %	769 828	9,34 %	7,80 %	7,07 %
2013	10 151 726	2,82 %	832 317	8,12 %	8,20 %	5,15 %
2014	9 917 261	-2,31 %	895 822	7,63 %	9,03 %	10,17 %
2015	10 225 550	3,11 %	807 650	-9,84 %	7,90 %	-12,56 %
2016	11 316 562	10,67 %	823 856	2,01 %	7,28 %	-7,83 %
2017	11 259 291	-0,51 %	868 793	5,45 %	7,72 %	5,99 %
2018	11 636 452	3,35 %	840 227	-3,29 %	7,22 %	-6,42 %
Průměr		3,69 %		2,15 %		-1,22 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Růst tržeb společnosti meziletečně v průměru zaostává za růstem trhu. Tržní podíl ovšem zůstává relativně stabilní a osciluje mezi sedmi až osmi procenty trhu. Průměrné hodnoty růstu trhu a tržeb společnosti jsou tedy spíše orientační. Predikci tržního podílu pro období let 2019 až 2023 není možné pouze převzít z minulého vývoje, ale je vhodné ji podložit několika argumenty.

Lázeňské odvětví je velmi stabilní a nepříliš inovativní trh. Příchod nové konkurence je velmi ojedinělý a trh je tedy stabilně separován mezi stabilní počet subjektů. Z dostupných informací a investiční aktivity lázeňských společností lze zjistit, že výstavba nových sanatorií a hotelů je poměrně ojedinělá. Priorita společností se ubírá směrem rekonstrukcí, renovací a zlepšování technické úrovně lázeňských budov. Tyto informace svědčí o omezeném růstu trhu, respektive nabízené lůžkové kapacitě. Ta u většiny společností není v rámci roku zdaleka zaplněna, obsazenost se pohybuje od 50 do 75 %, individuálně dle schopnosti dané společnosti tato místa obsadit. Tyto informace vypovídající o stabilitě trhu a konkurenční soutěže mohou znamenat stabilizaci tržních podílů společností i do budoucna.

Druhým argumentem, pro lázeňství nejdůležitějším, je vysoká stabilita počtu zákazníků. I přes všechny turbulence na trhu, způsobené legislativními změnami a úbytkem klientely z především Ruské federace, lázně v České republice navštěvuje v posledních deseti sledovaných letech téměř stejný počet hostů. Tato statistika je pro lázeňský trh velmi důležitá. Lze z ní vyvodit závěr, že klienti jsou pro zlepšení svého zdravotního stavu ochotni pravidelně podstupovat léčebné pobyty.

Stabilita tržního podílu v rámci let 2006 až 2018 lehce indikuje i budoucí pětiletý vývoj. Ten je podložen i tržními trendy a charakteristikami lázeňství jako takového. Autor na základě všech

dostupných informací předpokládá stabilizaci podílu společnosti LLML v horizontu pěti let ve výši 7 % tržního podílu.

Tabulka 12: Stabilizace tržního podílu LLML

	2019	2020	2021	2022	2023
Tržní podíl LLML	7,18 %	7,13 %	7,09 %	7,04 %	7,00 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Po této fázi stabilizace tržního podílu je očekáván růst podniku stejný jako růst trhu, čímž je dosaženo dlouhodobě stabilního tržního podílu.

3.2.6 Prognóza tržeb společnosti LLML

Prognóza tržeb společnosti je závěrečnou kapitolou strategické analýzy. Je kalkulována na základě růstu relevantního trhu a tržního podílu odhadnutého v předchozí kapitole. Všechny potřebné proměnné jsou již známe, je tedy možné pouze provést výpočet a přehledně jej zobrazit formou tabulky.

Tabulka 13: Prognóza tržeb LLML (2019-2023) na základě tržního podílu

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Velikost trhu (mld. Kč)	11,63	12,16	12,62	13,01	13,51	13,93
Tempo růstu trhu	3,35 %	4,51 %	3,78 %	3,60 %	3,35 %	3,11 %
Tržby LLML	840 227	872 721	900 158	926 789	951 828	975 286
Tempo růstu tržeb	-3,29 %	3,87 %	3,14 %	2,96 %	2,70 %	2,46 %
Tržní podíl LLML	7,22 %	7,18 %	7,13 %	7,09 %	7,04 %	7,00 %
Tempo růstu tržeb pro PH	2,4 %					

Zdroj: Vlastní zpracování

Růst trhu a oceňovaného podniku je již pro druhou fázi stejný podnik tedy dosáhne v roce 2023 dlouhodobé stabilizace. Strategická analýza i přes limity a omezený růst lázeňského odvětví neodhalila žádné závažné hrozby, ať už vztahující se konkrétně na oceňovaný podnik, nebo na lázeňský trh jako celek. Je tedy možné předpokládat nekonečné trvání podniku „going concern“, které je ovšem nutné potvrdit analýzou finančního zdraví oceňované společnosti. Po strategické analýze tedy následuje kapitola *finanční analýza*.

4 Finanční analýza

Finanční analýza je vytvořena za účelem zhodnocení finančního zdraví a výkonnosti oceňovaného podniku. Poskytuje vhled do stavu společnosti pomocí finančních ukazatelů a za pomoci vertikální a horizontální analýzy lze názorně sledovat vývoj jednotlivých položek ekonomické rozvahy podniku. Finanční analýza se v rámci ocenění objevuje hned dvakrát. Jednak v této části práce doplňuje strategickou analýzu podniku, při hodnocení nepřetržitého trvání podniku, tzv. „going concern“ principu. Podruhé je finanční analýza provedena v rámci finančního plánu sestavovaného pro finální ocenění společnosti.

Finanční analýza společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně a. s. je zpracována za pětileté období. Využity jsou účetní závěrky, výroční zprávy, zprávy o vztazích a zprávy auditora. Hospodářský rok společnosti se shoduje s kalendářním rokem. Výkazy jsou tedy sestavovány k 31.12. daného hospodářského roku.

Finanční analýza je strukturována do čtyř částí. Na samém začátku FA jsou popsány účetní pravidla, podle kterých se společnost sestavuje své výkazy. Tuto část následují části analytické, ve kterých jsou analyzovány účetní výkazy podniku a následně poměrové ukazatele. V závěru FA je provedeno souhrnné vyhodnocení finančního zdraví společnosti.

4.1 Analýza účetní politiky

Účetní závěrky společnosti jsou sestavovány v souladu s účetními předpisy platnými v České republice pro velké účetní jednotky a jsou sestaveny v historických cenách.

Účetní závěrka je auditována společností KPMG Česká republika Audit, s.r.o.

Dle výroku auditora lze usuzovat o věrném a poctivém obrazu aktiv a pasiv společnosti, jejích nákladů, výnosů, výsledku hospodaření a peněžních toků v souladu s českými účetními předpisy.

- **Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek**

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je evidován v pořizovací ceně. Do pořizovacích cen jsou zahrnovány náklady na dopravu, poštovné, manipulační poplatky, montáž. Dlouhodobý drobný hmotný majetek v hodnotě od 1500 Kč do 40 tis. Kč a dlouhodobý drobný nehmotný majetek v hodnotě od 0 Kč do 60 tis. Kč je vykázán v rozvaze a odpisován po dobu dvou let.

- **Krátkodobý finanční majetek**

Krátkodobý finanční majetek je oceněn v ceně pořízení nebo v ceně pořízení snížené o opravnou položku v případě přechodného snížení hodnoty.

- **Dlouhodobý finanční majetek**

Dlouhodobý finanční majetek představuje majetkové účasti a je účtován v pořizovací ceně. Pořizovací cena zahrnuje přímé náklady související s pořízením, jako jsou poplatky a provize makléřům, poradcům, burzám.

Majetkové podíly v cizích měnách jsou k rozvahovému dni přepočítávány podle oficiálního kurzu ČNB. Zisky/ztráty z tohoto přepočtu neovlivňují výsledek hospodaření společnosti až do doby realizace a jsou k rozvahovému dni účtovány jako změna „Oceňovacích rozdílů z přecenění majetku a závazků“ ve vlastním kapitálu společnosti.

- **Zásoby**

Materiál je účtován v pořizovacích cenách. Pořizovací cena zahrnuje cenu pořízení, náklady na dopravu, poštovné, manipulační poplatky. Společnost používá oceňování v průměrných cenách.

- **Najatý majetek**

Společnost účtuje o najatém majetku tak, že zahrnuje leasingové splátky do nákladů rovnoměrně po dobu trvání nájmu. Při ukončení nájmu a uplatnění možnosti odkupu je předmět leasingu zařazen v kupní ceně. Během trvání leasingové smlouvy je najatý majetek vede v podrozvahové evidenci.

- **Účtování výnosů a nákladů**

Výnosy a náklady se účtují časově rozlišené, tj. do období, s nímž věcně i časově souvisejí.

- **Závazky, úvěry a finanční výpomoci**

Společnost klasifikuje část dlouhodobých závazků, bankovních úvěrů a finančních výpomocí, jejichž doba splatnosti je kratší než jeden rok vzhledem k rozvahovému dni, jako krátkodobé.

4.2 Analýza účetních výkazů

U výkazů společnosti je provedena pouze vertikální analýza, jelikož má v porovnání s analýzou horizontální vyšší vypovídací schopnost. V práci jsou uvedeny pouze zjednodušené agregované výkazy které pro účely finanční analýzy plně postačují. Finanční analýza je provedena pro délku období pěti let, konkrétně roky 2014 až 2018. Toto období bylo zvoleno z důvodu stability výkazů a dostupnosti dat oceňovaného podniku a konkurentů.

4.2.1 Analýza rozvahy

Bilanční suma společnosti lehce klesá po celé sledované období z důvodu postupného odepisování stálých aktiv. Podíl dlouhodobého majetku a oběžných aktiv na celkové bilanční sumě zůstává po celé sledované období stabilní. Oproti tomu lze sledovat poměrně velký posun u kapitálové struktury podniku, kdy mezi lety 2014 až 2018 Vlastní kapitál podniku zvýšil svůj podíl na celkové bilanční sumě z 81,4 % na 91,5 %. Cizí zdroje tedy v roce 2018 představují pouhých 8,2% celkové bilanční sumy a je zřejmé, že podnik pomalu upozaduje financování cizím kapitálem. V červnu 2012 společnost uzavřela u ČSOB smlouvu o dlouhodobém úvěru. Tento úvěr byl čerpán v květnu 2013 a v roce 2018 byl zcela splacen.

4.2.1.1 Aktiva oceňovaného podniku

Tabulka 14: Agregovaná rozvaha společnosti LLML, aktiva (tis. Kč)

		2014	2015	2016	2017	2018
Označení	AKTIVA CELKEM	1 793 052	1 709 283	1 674 519	1 703 962	1 713 365
A.	Pohledávky za upsaný ZK	0	0	0	0	0
B.	Stálá aktiva	1 535 272	1 493 644	1 454 509	1 412 560	1 434 357
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	2 877	2 144	1 668	1 085	571
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1 196 078	1 163 675	1 125 077	1 101 664	1 121 730
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	336 317	327 825	327 764	309 811	312 056
C.	Oběžná aktiva	234 558	197 147	200 672	270 007	253 096
C.I.	Zásoby	11 635	11 730	12 781	11 702	11 584
C II.1.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	2 000	2 010
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	21 409	26 976	33 402	25 519	25 582
C.III.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.IV.	Peněžní prostředky	201 514	158 441	154 489	230 786	213 920
D.	Časové rozlišení aktiv	23 222	18 492	19 338	21 395	25 912

Zdroj: Justice.cz; Výroční zprávy LLML (2014-2018), vlastní zpracování

Položky ekonomické rozvahy na straně aktiv zůstávají téměř na stejných hodnotách po celé sledované období. Jedinou položkou s výraznější změnou jsou *peněžní prostředky* které se pohybují kolem hodnoty 200 mil. Kč. Z hlediska struktury aktiv, dominují v rozvaze stálá aktiva s průměrným podílem na bilanční sumě 85,3 %.

Tabulka 15: Agregovaná rozvaha společnosti LLML, aktiva – Vertikální analýza (%)

		2014	2015	2016	2017	2018
Označení	AKTIVA CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
A.	Pohledávky za upsaný ZK	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
B.	Stálá aktiva	85,62 %	87,38 %	86,86 %	82,90 %	83,72 %
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,16 %	0,13 %	0,10 %	0,06 %	0,03 %
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	66,71 %	68,08 %	67,19 %	64,65 %	65,47 %
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	18,76 %	19,18 %	19,57 %	18,18 %	18,21 %
C.	Oběžná aktiva	13,08 %	11,53 %	11,98 %	15,85 %	14,77 %
C.I.	Zásoby	0,65 %	0,69 %	0,76 %	0,69 %	0,68 %
C II.1.	Dlouhodobé pohledávky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,12 %	0,12 %
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	1,19 %	1,58 %	1,99 %	1,50 %	1,49 %
C.III.	Krátkodobý finanční majetek	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
C.IV.	Peněžní prostředky	11,24 %	9,27 %	9,23 %	13,54 %	12,49 %
D.	Časové rozlišení aktiv	1,30 %	1,08 %	1,15 %	1,26 %	1,51 %

Zdroj: Justice.cz; Výroční zprávy LLML (2014-2018), vlastní zpracování

Výrazná stabilita vykazovaných položek rozvahy je poměrně logická. Podnik působící v oblasti lázeňství má obvykle velmi stabilní úroveň stálých aktiv. V Mariánských lázních společnost vlastní síť hotelů, přičemž nákup nových budov probíhá velmi sporadicky. Společnost spíše provádí investiční činnost zaměřenou na postupné rekonstrukce a celkovou modernizaci lázeňských hotelů a léčeben.

Je potřebné poznamenat, že veškeré nemovité věci jsou dle účetní legislativy vedeny v účetnictví společnosti v historických cenách. Rok, kdy byly tyto nemovitosti do účetnictví zařazeny, je již poměrně vzdálený jakékoli nynější vypovídací hodnotě těchto staveb.

Oceňovaná společnost je vlastníkem více než čtyř desítek nemovitostí nacházejících se především v historickém jádru Mariánských lázní. Jedná se převážně o hotely a různorodé nemovitosti s ubytovacími kapacitami. Dalšími nemovitostmi jsou například kolonáda, nevyužívané nebo jen z části využívané stavby, budovy pavilonů mnoha minerálních pramenů a pozemků. Úhrnná hodnota těchto nemovitostí činí k datu ocenění 943 771 tis. Kč.

Dlouhodobý finanční majetek společnosti je převážně tvořen majetkovou účastí na společnosti Slovenské liečebné kúpele Piešťany, a.s. Oceňovaná společnost vlastní k datu ocenění 24% podíl v účetní hodnotě 312 056 tis. Kč.

Časové rozlišení aktiv je po celé sledované období ze tří čtvrtin tvořeno příjmy příštích období.

4.2.1.2 Pasiva oceňovaného podniku

Tabulka 16: Agregovaná rozvaha společnosti LLML, pasiva (tis. Kč)

		2014	2015	2016	2017	2018
Označení	PASIVA CELKEM	1 793 052	1 709 283	1 674 519	1 703 962	1 713 365
A.	Vlastní kapitál	1 458 848	1 456 112	1 459 990	1 524 079	1 568 349
A.I.	Základní kapitál	422 756	422 756	422 756	422 756	422 756
2.	Kapitálové fondy	77 907	69 416	69 355	51 402	53 646
A.III.	Fondy ze zisku	85 700	85 837	85 759	86 031	86 724
A.IV.	VH minulých let (+/-)	741 568	793 834	799 452	879 706	951 721
A.V.	VH běžného účetního období (+/-)	130 917	84 269	82 668	84 184	53 502
B. + C.	Cizí zdroje	328 766	250 248	209 579	174 982	139 720
B.	Rezervy	21 316	6 456	7 129	8 819	17 365
C.I.	Dlouhodobé závazky	160 271	111 363	61 320	34 509	29 744
C.II.	Krátkodobé závazky	147 179	132 429	141 130	131 654	92 611
2.	Závazky k úvěrovým institucím	48 249	47 031	50 531	25 540	0
D.	Časové rozlišení pasiv	5 438	2 923	4 950	4 901	5 296

Zdroj: Justice.cz; Výroční zprávy LLML (2014-2018), vlastní zpracování

Na straně pasiv sledujeme změnu poměru vlastního a cizího kapitálu, kdy se jedná především o snížení cizích zdrojů o 57,5 % mezi lety 2014 a 2018. Tento pokles je zapříčiněn splacením všech úročených závazků k úvěrovým institucím a postupným kumulováním zisku z minulých účetních období. Nárůst položky nerozděleného zisku minulých let o 29,67 % tento trend potvrzuje. V roce 2018 splacené úvěry byly v minulosti čerpány na výstavbu jednoho hotelu, rekonstrukci dvou hotelů a výstavbu podzemní chodby propojující vícero lázeňských objektů.

Dividendy byly za sledované období vypláceny jen částečně, nebo k výplatě vůbec nedošlo. Je na místě poznamenat, že výsledky hospodaření běžného účetního období stabilně klesají a to z 7,30 % podílu na celkové bilanční sumě, na 3,12 %.

Tabulka 17: Agregovaná rozvaha společnosti LLML, pasiva – Vertikální analýza (%)

		2014	2015	2016	2017	2018
Označení	PASIVA CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
A.	Vlastní kapitál	81,36 %	85,19 %	87,19 %	89,44 %	91,54 %
A.I.	Základní kapitál	23,58 %	24,73 %	25,25 %	24,81 %	24,67 %
2.	Kapitálové fondy	4,34 %	4,06 %	4,14 %	3,02 %	3,13 %
A.III.	Fondy ze zisku	4,78 %	5,02 %	5,12 %	5,05 %	5,06 %
A.IV.	VH minulých let (+/-)	41,36 %	46,44 %	47,74 %	51,63 %	55,55 %
A.V.	VH běžného účetního období (+/-)	7,30 %	4,93 %	4,94 %	4,94 %	3,12 %
B. + C.	Cizí zdroje	18,34 %	14,64 %	12,52 %	10,27 %	8,15 %
B.	Rezervy	1,19 %	0,38 %	0,43 %	0,52 %	1,01 %
C.I.	Dlouhodobé závazky	8,94 %	6,52 %	3,66 %	2,03 %	1,74 %
C.II.	Krátkodobé závazky	8,21 %	7,75 %	8,43 %	7,73 %	5,41 %
2.	Závazky k úvěrovým institucím	2,69 %	2,75 %	3,02 %	1,50 %	0,00 %
D.	Časové rozlišení pasiv	0,30 %	0,17 %	0,30 %	0,29 %	0,31 %

Zdroj: Justice.cz; Výroční zprávy LLML (2014-2018), vlastní zpracování

- Základní kapitál zůstává po celé sledované období nezměněn.

Od roku 2008 probíhající soudní spor o zaplacení licenčních poplatků společnosti Intergram ovlivňoval dlouhodobě výši vytvořených Rezerv. V roce 2018 byla uzavřena dohoda o narovnání a tato účetní rezerva byla částečně rozpuštěna.

- Dlouhodobé závazky tvoří převážně odložená daň.

4.2.1.3 Analýza výkazu zisku a ztrát

Tabulka 18: Agregovaný výkaz zisku a ztráty společnosti LLML (tis. Kč)

		2014	2015	2016	2017	2018
I. + II.	Tržby	900 367	812 619	829 143	874 712	845 360
A.	Výkonová spotřeba	352 928	339 077	336 900	347 479	332 172
D.	Osobní náklady	227 195	226 580	245 000	269 411	278 050
E. 1.	Úpravy hodnot DHM a DNM	94 735	89 199	88 158	88 963	109 403
*	Provozní výsledek hospodaření (+/-)	168 736	109 394	106 419	116 381	67 504
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	5 557	4 038	2 750	1 496	445
*	Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-7 977	-5 941	-4 965	-15 805	-3 667
**	VH před zdaněním (+/-)	160 759	103 453	101 454	100 576	63 837
L.	Daň z příjmů	29 842	19 184	18 786	16 392	10 335
***	VH za účetní období (+/-)	130 917	84 269	82 668	84 184	53 502

Zdroj: Justice.cz; Výroční zprávy LLML (2014-2018), vlastní zpracování

Tržby společnosti za sledované období mírně poklesly. Tento trend je především způsoben poklesem návštěvnosti zákazníků z východní Evropy.

Položka osobních nákladů, konkrétněji mzdových nákladů stabilně roste, a to především z důvodu nízké nezaměstnanosti a tlaku na růst mezd napříč celou ekonomikou. Růst osobních nákladů, v podílu na tržbách, z 25,2 % na 32,9 % poměrně výrazně snižuje podnikové výsledky hospodaření.

Oceňovaná společnost ve svých výročních zprávách uvádí predikci vývoje výsledků hospodaření před zdaněním pro následující rok. Tato predikce, co se týče přesnosti, je poněkud nespolehlivá. Následující tabulka tuto skutečnost názorně zachycuje:

Tabulka 19: Porovnání predikce VH oceňovanou společností a reálnými VH

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Průměr
VH před zdaněním (predikce)	100,9	120,6	75,0	51,0	142,0	79,5	94,8
VH před zdaněním (skutečnost)	160,8	103,5	101,5	100,6	63,8	N/A	106,0
Diference odhadu a skutečnosti	59,4 %	14,2 %	35,3 %	97,3 %	55,1 %	N/A	52,2 %

Zdroj: Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování

Společnost se tedy v predikci výsledků hospodaření pro následující rok v průměru lišila o celých 52 %. Pokud by tato odchylka byla způsobena nikoli běžnou oscilací poptávky po

službách společnosti, reflektovanou tržbami, ale nedůsledností finančního plánování, hrozilo by, že společnost s dalším růstem osobních nákladů a odepisováním majetku bude nadále kopírovat nepříznivý klesající trend VH.

Pozitivní trend naproti tomu sledujeme u položky *Nákladové úroky a podobné náklady*. Společnost splatí po datu ocenění veškeré úročené závazky a má možnost úročený cizí kapitál v budoucnu opět zapojit.

Tabulka 20: Agregovaný výkaz zisku a ztráty společnosti LLML – Vertikální analýza (%)

		2014	2015	2016	2017	2018
I. + II.	Tržby	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
A.	Výkonová spotřeba	39,20 %	41,73 %	40,63 %	39,72 %	39,29 %
D.	Osobní náklady	25,23 %	27,88 %	29,55 %	30,80 %	32,89 %
E. 1.	Úpravy hodnot DHM a DNM	10,52 %	10,98 %	10,63 %	10,17 %	12,94 %
*	Provozní výsledek hospodaření (+/-)	18,74 %	13,46 %	12,83 %	13,31 %	7,99 %
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	0,62 %	0,50 %	0,33 %	0,17 %	0,05 %
*	Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-0,89 %	-0,73 %	-0,60 %	-1,81 %	-0,43 %
**	VH před zdaněním (+/-)	17,85 %	12,73 %	12,24 %	11,50 %	7,55 %
L.	Daň z příjmů	3,31 %	2,36 %	2,27 %	1,87 %	1,22 %
***	VH za účetní období (+/-)	14,54 %	10,37 %	9,97 %	9,62 %	6,33 %

Zdroj: Justice.cz; Výroční zprávy LLML (2014-2018), vlastní zpracování

Na závěr analýzy výkazu zisku a ztráty je uvedena tabulka alternativní vertikální analýzy. Jedná se o analýzu vývoje hrubé marže, výše EBITDA a EBIT marží. Konkrétně EBIT pro ocenění představuje orientační výši KPVH. Hrubá marže zůstává za sledované období na téměř stejné úrovni, oproti tomu vývoj EBIT marže zaznamenal pokles z 18,7 % na 8 %.

Tabulka 21: Vývoj kategorií zisku a marží oceňovaného podniku

	2014	2015	2016	2017	2018
Přidaná hodnota (hrubá marže)	547 439	473 542	492 243	527 233	513 188
Marže přidané hodnoty	60,8 %	58,3 %	59,4 %	60,3 %	60,7 %
EBITDA	263 745	198 939	194 924	205 691	163 646
EBITDA marže	29,3 %	24,5 %	23,5 %	23,5 %	19,4 %
Odpisy	-95 009	-89 545	-88 505	-89 310	-96 142
% tržeb	-10,6 %	-11,0 %	-10,7 %	-10,2 %	-11,4 %
EBIT (KPVH po odpisech)	168 736	109 394	106 419	116 381	67 504
EBIT marže	18,7 %	13,5 %	12,8 %	13,3 %	8,0 %

Zdroj: Justice.cz; Výroční zprávy LLML (2014-2018), vlastní zpracování

4.2.1.4 Analýza peněžních toků

Peněžní tok z provozní činnosti je za všechny sledované roky kladný. V roce 2018 podnik dosáhl nižšího účetního zisku než v letech předešlých. Tím došlo k propadu a přerušení rostoucího trendu provozního peněžního toku. Z pohledu investičního peněžního toku společnost investovala poměrně stabilně, a to především do dlouhodobého hmotného majetku, kupříkladu renovací hotelů, sanatorií a jiných lázeňských nemovitostí. Vrcholem investiční aktivity je poslední sledovaný rok, kdy investiční cash flow dosahuje dvojnásobku obvyklých hodnot. Peněžní tok z finanční činnosti je po celé období záporný. **V letech 2015 a 2016 došlo k výplatě podílů na zisku ve výši cirká tří čtvrtin účetního zisku.** K těmto výplatám již v letech 2017 a 2018 nedošlo a snižující se krátkodobé závazky přibližují dále finanční cash flow kladným hodnotám.

Celkový podnikový peněžní tok byl až na rok 2017 záporný, a to především z důvodu již výše uvedených objemů investic a výplatám podílů na zisku.

Tabulka 22: Cash flow oceňovaného podniku (tis. Kč)

Rok	2015	2016	2017	2018
Peněžní tok z provozní činnosti	147 481	170 823	191 644	148 696
Peněžní tok z investiční činnosti	-60 580	-49 327	-61 313	-134 364
Peněžní tok z finanční činnosti	-129 974	-125 448	-54 034	-31 198
Celkový podnikový peněžní tok	-43 073	-3 952	76 297	-16 866

Zdroj: Justice.cz, výkazy společnosti, vlastní zpracování

Analýza peněžních toků je závěrečnou částí analýzy účetních výkazů. Oceňovaný podnik na základě této analýzy dosahuje velmi pozitivních finančních výsledků, nebyly zjištěny žádné závažné problémy, se kterými se podnik potýká, nebo jim má v dohledné budoucnosti čelit.

V rámci finanční analýzy je nyní zpracována analýza poměrových ukazatelů. Tato analýza je provedena jak pro oceňovaný podnik, tak pro konkurenční podniky definované strategickou analýzou. Odvětvová komparace s konkurenty společnosti poskytne přesnější pohled na finanční situaci podniku zasazenou do relevantních odvětvových podmínek.

4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele slouží k prostorovému srovnání podniku s konkurencí definovanou v rámci strategické analýzy, přičemž analyzované období se shoduje s obdobím vymezeným pro všechny část ocenění, tedy 2014-2018. Jednotlivé poměrové a výkonové ukazatele budou hodnoceny v tomto pořadí, počínaje od analýzy *likvidity, aktivity, rentability, dlouhodobé finanční rovnováhy* a na závěr *produktivity*.

4.3.1 Ukazatele likvidity

Tabulka 23: Ukazatele likvidity oceňovaného podniku a konkurentů

Ukazatele likvidity		2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita	Lázně Františkovy lázně	0,34	0,21	0,12	0,22	0,33
	Léčebné lázně Jáchymov	0,79	0,71	0,93	1,17	1,21
	LL Mariánské lázně	1,59	1,49	1,42	2,05	2,73
	Lázně Luhačovice	0,97	1,06	0,58	1,09	1,18
	Slatinné lázně Třeboň	2,19	2,23	2,68	2,65	2,72
Pohotovlá likvidita	Lázně Františkovy lázně	0,20	0,11	0,18	0,32	0,39
	Léčebné lázně Jáchymov	0,73	0,65	0,87	1,12	1,26
	LL Mariánské lázně	1,51	1,40	1,33	1,96	2,61
	Lázně Luhačovice	0,92	1,01	0,54	1,04	1,11
	Slatinné lázně Třeboň	2,07	2,16	2,59	2,56	2,62
Okamžitá likvidita	Lázně Františkovy lázně	0,02	0,01	0,02	0,02	0,03
	Léčebné lázně Jáchymov	0,51	0,29	0,30	0,55	0,61
	LL Mariánské lázně	1,37	1,20	1,09	1,75	2,31
	Lázně Luhačovice	0,54	0,41	0,22	0,70	0,73
	Slatinné lázně Třeboň	1,42	1,81	2,25	2,26	2,34

Zdroj: Albertina, Justice.cz výkazy společnosti, vlastní zpracování

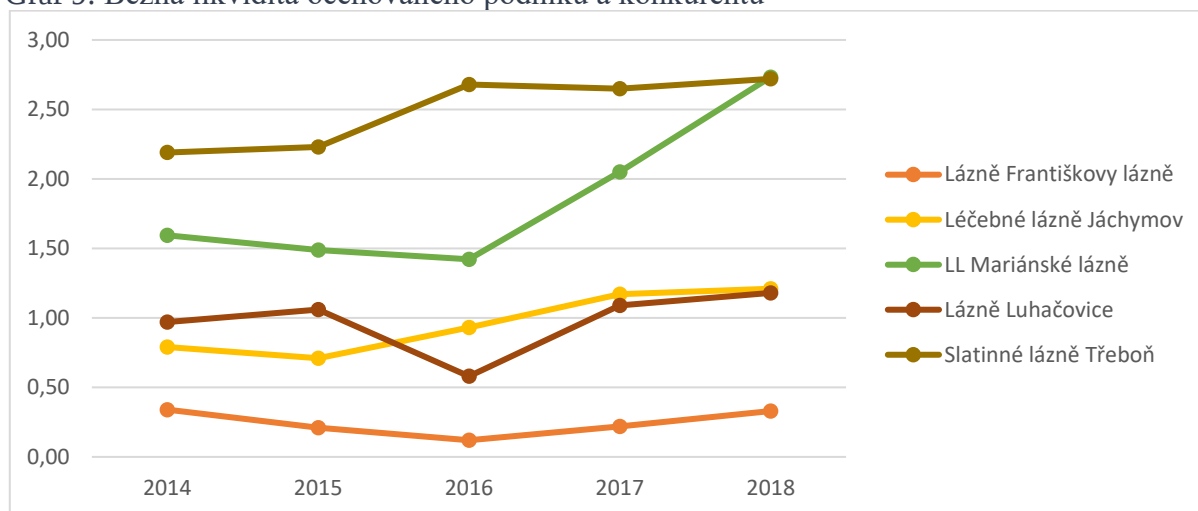
Ukazatele likvidity stanovují, do jaké míry je schopen hradit své závazky. Jde o poměr mezi splatnými krátkodobými závazky (pasivy) podniku a výší oběžných aktiv, respektive sníženými o velikost zásob, nebo v případě okamžité likvidity o finanční majetek.

Likviditní ukazatele oceňovaného podniku na základě teorie podnikových financí vychází velmi dobře. Je vhodné být u využití „obvyklých“ hodnot pro jednotlivé ukazatele obezřetný, ovšem pro ukazatel běžné likvidity pohybující se v rozmezí 1,5-2,5 bodu je možné udělat výjimku. Napříč trhem se totiž zdravé podniky v tomto rozmezí skutečně pohybují. U vyšší likvidity už je na vedení podniku, zda nezávažně využít příliš vysokých oběžných aktiv, pro nižší je zde již riziko nemožnosti splácení svých závazků.

Podnik Lázně Františkovy lázně je na tom z hlediska likvidity velmi špatně a u okamžité likvidity se pohybuje téměř na nulové hodnotě. Společnosti Lázně Jáchymov a Lázně Luhačovice je možné hodnotit ještě jako zdravé, ale hospodaří na stále velmi nízké hladině

likvidity. Pro oceňovaný podnik a Slatinné lázně Třeboň, nelze v dohledné době předpokládat rizika spojená se splácením závazků.

Graf 9: Běžná likvidita oceňovaného podniku a konkurentů



Zdroj: Albertina, Vlastní zpracování

4.3.2 Ukazatele aktivity

Tabulka 24: Ukazatele aktivity oceňovaného podniku a konkurentů

Ukazatele aktivity		2014	2015	2016	2017	2018
Doba obratu majetku (dnů)	Lázně Františkovy lázně	300	318	346	599	521
	Léčebné lázně Jáchymov	460	434	399	405	383
	LL Mariánské lázně	717	757	727	701	745
	Lázně Luhačovice	720	736	684	721	718
	Slatinné lázně Třeboň	131	158	168	185	197
Doba obratu pohledávek z obchodního styku (dnů)	Lázně Františkovy lázně	20	30	32	27	25
	Léčebné lázně Jáchymov	16	15	16	8	8
	LL Mariánské lázně	6	6	8	7	6
	Lázně Luhačovice	19	24	23	22	21
	Slatinné lázně Třeboň	25	17	15	14	13
Doba splatnosti závazků z obchodního styku (dnů)	Lázně Františkovy lázně	75	101	88	118	104
	Léčebné lázně Jáchymov	38	35	54	29	33
	LL Mariánské lázně	33	21	29	36	32
	Lázně Luhačovice	58	69	117	85	68
	Slatinné lázně Třeboň	36	50	44	35	30

Zdroj: Albertina, Justice.cz výkazy společnosti, vlastní zpracování

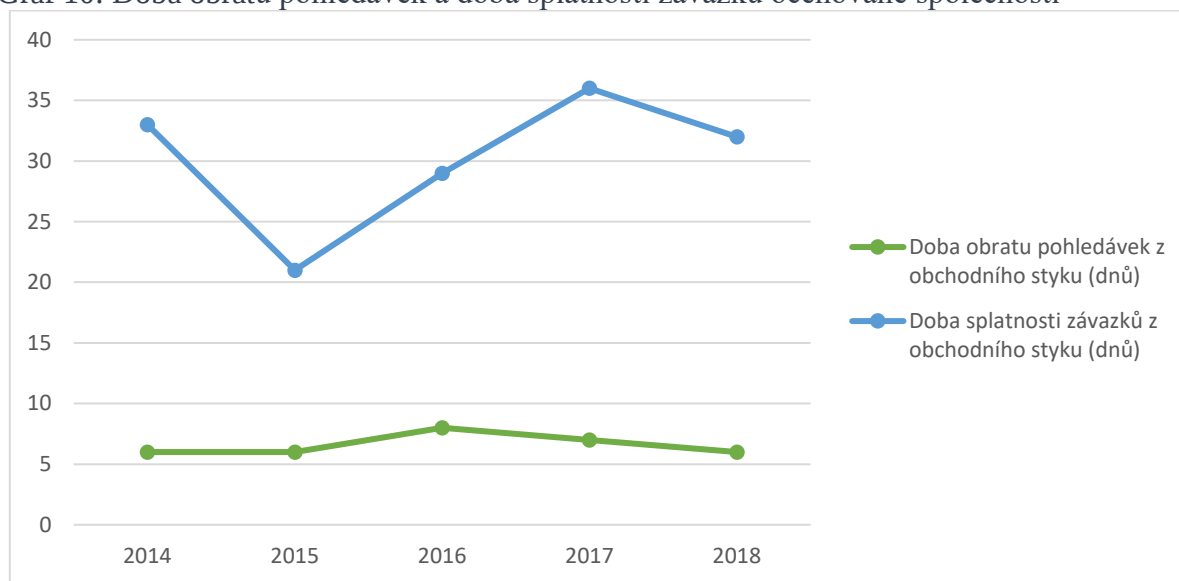
Doba obratu majetku oceňované společnosti se pohybuje okolo dvou let. Tato hodnota je v porovnání s konkurenty nejvyšší. Je tomu především z důvodu menší obsazenosti a využití lázeňských nemovitostí. Společnost LLML má z hlediska velikosti několikanásobně vyšší množství celkových aktiv než společnosti konkurenční. Jednoznačně nejvyšší tržby v poměru

k celkovým aktivům má společnost Slatinné lázně Třeboň, která se tímto v odvětví lázeňství velmi odlišuje od konkurence a lze očekávat dopady i v rámci ukazatelů rentabilit.

Doba obratu pohledávek a doba splatnosti závazků z obchodního styku ve společnosti LLML zůstává po celé sledované období na téměř stabilních hodnotách. Tento fakt lze vnímat pozitivně, jelikož společnost své pohledávky získá zhruba třikrát rychleji, než splácí své závazky. V porovnání s konkurencí dosahuje oceňovaná společnost jednoznačně nejlepších hodnot těchto dvou ukazatelů. Od běžných konkurenčních hodnot vybočuje také společnost Lázně Františkovy lázně, u které byly zaznamenány problémy již při analýze likvidity a na splacení svých závazků potřebuje období až tří měsíců.

Oceňovanou společnost v rámci aktivity lze hodnotit velmi dobře, pouze využití celkových aktiv pro podnikovou činnost zaostává za konkurencí. Je tomu tak i z důvodu odlivu zákazníků z východní Evropy a tím poněkud nižší obsazenosti.

Graf 10: Doba obratu pohledávek a doba splatnosti závazků oceňované společnosti



Zdroj: Albertina, Vlastní zpracování

4.3.3 Ukazatele rentability

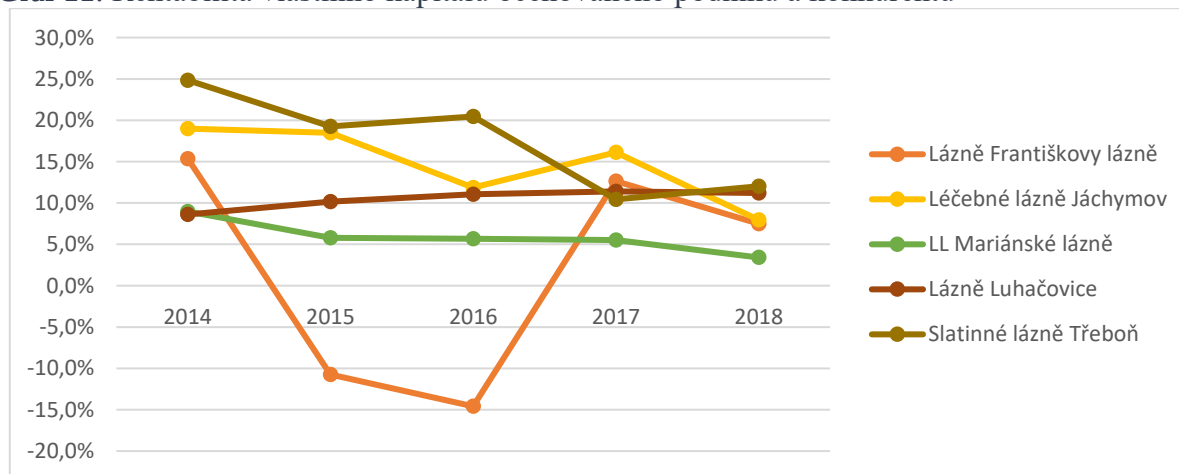
Tabulka 25: Ukazatele rentability oceňovaného podniku a konkurentů

Ukazatele rentability		2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilita vlastního kapitálu	Lázně Františkovy lázně	15,4 %	-10,7 %	-14,6 %	12,6 %	7,5 %
	Léčebné lázně Jáchymov	19,0 %	18,5 %	11,9 %	16,1 %	8,0 %
	LL Mariánské lázně	9,0 %	5,8 %	5,7 %	5,5 %	3,4 %
	Lázně Luhačovice	8,6 %	10,2 %	11,1 %	11,4 %	11,2 %
	Slatinné lázně Třeboň	24,9 %	19,2 %	20,5 %	10,4 %	12,0 %
Rentabilita celkového kapitálu	Lázně Františkovy lázně	8,4 %	-6,4 %	-6,1 %	5,5 %	3,3 %
	Léčebné lázně Jáchymov	10,3 %	11,6 %	8,7 %	12,7 %	6,7 %
	LL Mariánské lázně	7,3 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	3,1 %
	Lázně Luhačovice	5,2 %	6,3 %	7,5 %	7,7 %	7,5 %
	Slatinné lázně Třeboň	15,6 %	11,7 %	13,6 %	7,3 %	8,9 %

Zdroj: Albertina, Justice.cz výkazy společnosti, vlastní zpracování

V rámci ukazatelů rentability sledujeme podobný trend jako je tomu u podnikové aktivity. Společnost Lázně Františkovy lázně dosahuje jako jediná v letech 2015 a 2016 záporných hodnot. U společnosti došlo k odštěpení se vznikem dvou nástupnických společností. Ztráta společnosti byla způsobena především platbami za pronájem lázeňských hotelů. Rentabilita vlastního kapitálu je na konci sledovaného období v rámci konkurence více srovnatelná a neliší se tak razantně jako na jeho začátku. Tento trend napříč výkazy všech analyzovaných společností je vyobrazen tabulkou níže:

Graf 11: Rentabilita vlastního kapitálu oceňovaného podniku a konkurentů



Zdroj: Albertina, Vlastní zpracování

Oceňovaná společnost dosahuje nižší rentability jak vlastního, tak celkového kapitálu, než je v rámci konkurence běžné. Klesající trend rentabilit společnosti LLML spojený s poklesem provozních výsledků hospodaření, by měl být dočasný. Na provozní výsledek mají vliv především rostoucí osobní náklady, lehce klesající tržby z provozní činnosti (pokles tržeb

hotelové pobyty, léčebné pobyty) a v roce 2018 tvorba jednorázové opravné položky ve výši 13,6 mil. Kč.

Pokud by klesající trend rentability pro oceňovaný podnik pokračoval, bylo by nutné zvážit, zda podnik tvoří hodnotu. Změny za sledované období se zatím jeví jako dočasné a oceňovaný podnik očekává od roku 2019 zvýšení provozního výsledku.

4.3.4 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Tabulka 26: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy, oceňovaného podniku a konkurentů

Ukazatele dlouhodobé finanční stability		2014	2015	2016	2017	2018
Celková zadluženost	Lázně Františkovy lázně	45,7 %	40,5 %	58,6 %	56,9 %	55,4 %
	Léčebné lázně Jáchymov	45,9 %	37,5 %	26,5 %	21,7 %	15,9 %
	LL Mariánské lázně	18,6 %	14,8 %	12,8 %	10,6 %	8,2 %
	Lázně Luhačovice	40,1 %	37,8 %	32,4 %	32,1 %	24,8 %
	Slatinné lázně Třeboň	37,4 %	39,1 %	33,7 %	30,2 %	25,9 %
Dlouhodobé krytí stálých aktiv	Lázně Františkovy lázně	0,7	0,7	0,5	0,7	0,7
	Léčebné lázně Jáchymov	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
	LL Mariánské lázně	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
	Lázně Luhačovice	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
	Slatinné lázně Třeboň	3,7	4,2	5,0	3,1	2,8
Úrokové krytí	Lázně Františkovy lázně	8,7	-10,4	-18,9	8,0	7,3
	Léčebné lázně Jáchymov	17,6	29,9	33,2	169,0	447,6
	LL Mariánské lázně	29,9	26,6	37,9	68,2	110,7
	Lázně Luhačovice	9,1	12,6	15,6	22,8	29,5
	Slatinné lázně Třeboň	1 241,5	1 492,8	4 564,7	12 773,5	N/A

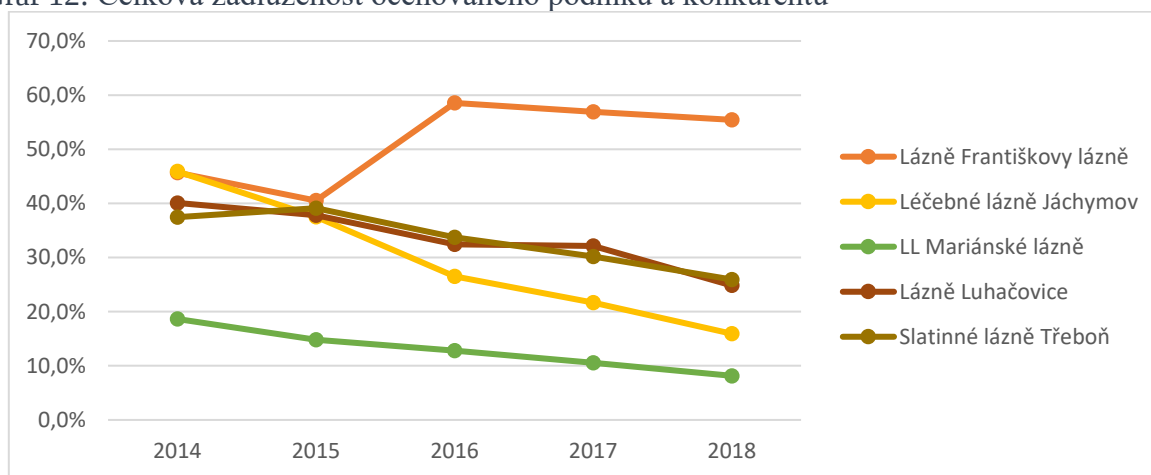
Zdroj: Albertina, Justice.cz výkazy společnosti, vlastní zpracování

Kapitálová struktura podniku je dlouhodobým tématem finančního plánování a ekonomické strategie společností. Při analýze společností působících v odvětví lázeňství zjišťujeme, že obvyklá kapitálová struktura se pohybuje v poměru 60/40 ve prospěch vlastního kapitálu. Tato hodnota se ovšem za sledované období u mnoha společností změnila a prosperující podniky postupně přecházejí na financování z vlastních prostředků. Pouze jediná společnost Lázně Františkovy lázně tento trend nekopíruje. Důvodem jsou jako u jiných ukazatelů záporné výsledky hospodaření a velmi turbulentní situace spojená s rozštěpením společnosti. Oceňovaná společnost sice kopíruje trend kapitálové struktury v komparaci s konkurenty, ovšem i v rámci odvětví je 91,8 % vlastního kapitálu v roce 2018 velmi neobvyklou hodnotou. Je již na zvážení akcionářů a managementu podniku, zda cizí kapitál pro financování ubytovacích hotelových a léčebných aktivit společnosti není rentabilnější. V tomto bodě třeba poznamenat, že oceňovaná společnost LLML je 100 % dcerou zahraničního investora, čímž může být do jisté míry cílová kapitálová struktura odlišná od „nezávisle“ fungující společnosti.

Ukazatel dlouhodobého krytí stálých aktiv je jakýmsi dodržením tzv. „golden rule“. Jedná se o časovou sladěnost struktury aktiv a pasiv, jinými slovy dlouhodobá aktiva by optimálně měla být kryta dlouhodobými pasivy. Hodnota ukazatele, výrazně vyšší než jedna, indikuje takzvanou překapitalizaci společnosti. Překapitalizace sice zajišťuje vysokou stabilitu podniku, ovšem klesá efektivita podnikatelského procesu. Oceňovaná společnost dosahuje spolu s lázněmi Luhačovice a Léčebnými lázněmi Jáchymov optimálních hodnot. Finanční problémy Lázní Františkovy lázně jako u všech ukazatelů vykazují špatnou strukturu financování stálých aktiv. Slatinné lázně Třeboň naproti tomu vážou přebytké množství kapitálu a lze uvažovat o budoucí podnikové optimalizaci.

Posledním ukazatelem je úrokové krytí. Úrokové krytí je klasickým ukazatelem zadluženosti a velmi dobře vymezuje možnosti společnosti při splácení svých úrokových závazků z výsledků hospodaření. Konkrétněji jak jsou úroky z úvěrů kryty výsledky hospodaření za jedno účetní období. Lze tedy jednoduše zjistit, o kolik může ještě klesnout provozní zisk, než společnost přestane mít možnost splácet své úrokové závazky. Úrokové krytí u všech analyzovaných společností dosahuje uspokojivých hodnot, přičemž obvykle uváděná minimální hodnota je mezi třemi, až šesti body. Odchylna nastala pouze u Františkovských lázní z důvodu záporných VH v letech 2015 a 2016. Hodnoty ukazatele nad 20 již ztrácí vypovídací hodnotu a není již rozdíl, zda podnik nabývá hodnoty úrokového krytí vyšších čísel. U všech společností v posledním sledovaném roce tedy nelze očekávat problémy se splátkou úrokových povinností.

Graf 12: Celková zadluženost oceňovaného podniku a konkurentů



Zdroj: Albertina, Vlastní zpracování

4.3.5 Ukazatele produktivity

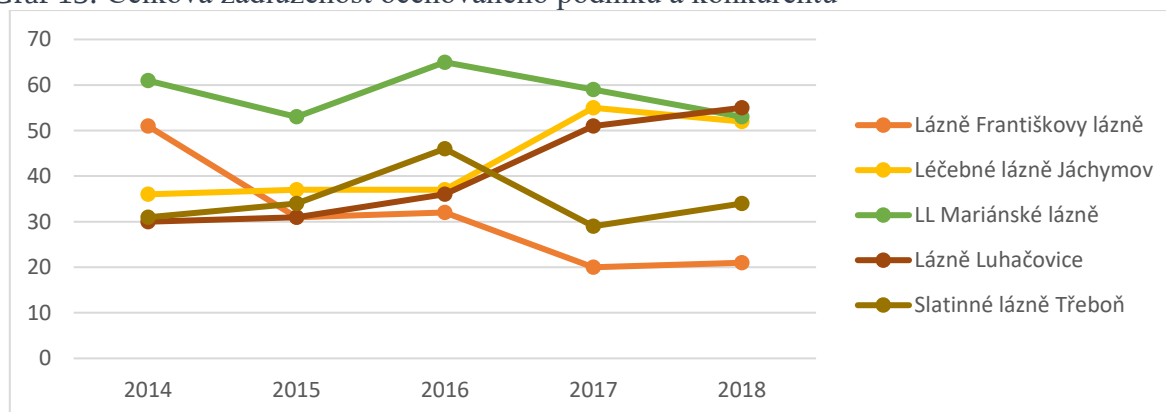
Tabulka 27: Ukazatele produktivity, oceňovaného podniku a konkurentů

Ukazatele produktivity		2014	2015	2016	2017	2018
Zisk na zaměstnance (tis. Kč měsíčně)	Lázně Františkovy lázně	8	-4	-4	4	4
	Léčebné lázně Jáchymov	7	8	6	12	11
	LL Mariánské lázně	15	9	11	9	10
	Lázně Luhačovice	5	6	8	12	13
	Slatinné lázně Třeboň	6	6	8	5	6
Přidaná hodnota na zaměstnance (tis. Kč měsíčně)	Lázně Františkovy lázně	51	31	32	20	21
	Léčebné lázně Jáchymov	36	37	37	55	52
	LL Mariánské lázně	61	53	65	59	53
	Lázně Luhačovice	30	31	36	51	55
	Slatinné lázně Třeboň	31	34	46	29	34

Zdroj: Albertina, Justice.cz výkazy společnosti, vlastní zpracování

Závěr kapitoly poměrových ukazatelů tvoří ukazatele produktivity. Tyto dva ukazatele zkoumají, do jaké míry zaměstnanci přispívají k výsledkům společnosti. Odvětví lázeňství je náročné na lidskou práci (úklid lázeňských zařízení, lázeňské procedury, aj.) a nelze v dohledné době očekávat automatizaci či robotizaci. Ukazatel zisku na zaměstnance je v porovnání s tržbami za zaměstnance již zatížen podnikovými náklady. Je ovšem poněkud vhodnější, jelikož dokáže zachytit jak produktivitu lidské práce, tak schopnost podniku tuto práci efektivně nákladově zužitkovat. Měsíční zisk na zaměstnance se pro vybrané společnosti poměrně liší. Na začátku sledovaného období oceňovaná společnost byla z hlediska zisku na zaměstnance nejefektivnější. Klesající trend způsobil vyrovnaní tohoto ukazatele s konkurencí. Ukazatel přidané hodnoty dlouhodobě pro oceňovanou společnost vychází nejlépe, což značí spolu se ziskem na zaměstnance nadprůměrnou schopnost podniku využít lidské práce ve svůj prospěch.

Graf 13: Celková zadluženost oceňovaného podniku a konkurentů



Zdroj: Albertina, Vlastní zpracování

4.4 Souhrnné vyhodnocení perspektivnosti a finančního zdraví podniku

Pro vyhodnocení finanční situace podniku lze využít několika přístupů. Jedním z velmi vhodných nástrojů je výpočet „Economic value added“, neboli ukazatele EVA pro zkoumaný podnik. Tento způsob ověření, zda podnik takzvaně „tvoří“ hodnotu je poměrně přesným vyhodnocením oceňovaného podniku. Pokud se podnik nenachází v takzvané „šedé zóně“ výsledků v rámci následujících bankrotních modelů, výpočet EVA není téměř nutný.

Modelem, jakým lze na podnik nahlížet je model IN05 manželů Neumaierových. V praxi je pro hodnocení českých společností tento index považován za nejvhodnější.

Model profesora Altmana je také možným využitelným modelem. Jedná se o obecnější model vytvořený pro realie USA s chybovostí pouze 15 až 20 %. Pro Českou republiku je ovšem vhodnější využít modelu předchozího a to IN05, případně jej doplnit o ohodnocení EVA.

4.4.1 Model IN05

Tabulka 28: Model IN05 a interpretace jeho výsledků pro oceňovaný podnik

Model IN05	2014	2015	2016	2017	2018	Váha
K1 – Aktiva / Cizí zdroje	0,71	0,89	1,04	1,27	1,59	0,13
K2 – EBIT / Nákladové úroky	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,04
K3 – EBIT / Aktiva	0,37	0,25	0,25	0,27	0,16	3,97
K4 – Tržby / Aktiva	0,10	0,10	0,10	0,11	0,10	0,21
K5 – Oběžná aktiva / Kr. závazky	0,14	0,13	0,13	0,18	0,25	0,09
Výsledný index IN05	1,69	1,74	1,88	2,19	2,46	

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výkazů společnosti; dle metodologie modelu IN05

Index IN05 hodnotí na základě pěti klíčů finanční zdraví oceňovaného podniku. Ke každé hodnotě jednotlivých klíčů je přiřazena příslušná váha na základě definice manželů Neumaierových. Váhy pro jednotlivé klíče nebyly nijak změněny a jsou použity ve stejné výši jako v originálním modelu.¹⁰ Násobením jednotlivých klíčů příslušnou vahou získáme hodnotu jednotlivých klíčů a následně sumací výslednou hodnotu indexu IN05.

Společnosti lze dle indexu rozdělit do tří kategorií:

1. Kategorie – Společnosti **pod** hodnotou **0,90**
2. Kategorie – Společnosti v „šedé zóně“ s hodnotou **0,90 až 1,60**
3. Kategorie – Společnosti **nad** hodnotou **1,60**

Pro první kategorii podniků platí, že s 97 % pravděpodobností směřují k bankrotu a se 76 % pravděpodobností netvoří a nebudou tvořit hodnotu. Společnosti v druhé kategorii mají 50%

¹⁰ <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/in05-bankrotni-index-z-ceska-ktery-funguje-na-ceske-firmy>

pravděpodobnost bankrotu a se 70 % pravděpodobností budou tvořit hodnotu. Podniky ve třetí kategorii považujeme za zdravé a s 92 % pravděpodobností se bankrotu neblíží, přičemž s 95 % pravděpodobností budou tvořit hodnotu.

Oceňovaný podnik LLML se po celé analyzované období pohybuje nad horní hranicí modelu IN05, a to s rostoucí tendencí. Nelze tedy v dohledné době očekávat bankrot, či problémy s tvorbou hodnoty.

4.5 Syntéza dílčích výstupů finanční analýzy a její vyhodnocení

Na základě analýzy rozvahy podniku LLML bylo zjištěno několik nejprve negativních trendů. Společnost za sledované období zaznamenala pokles výsledků hospodaření ovlivněný nárůstem osobních nákladů, a to především z důvodu nízké nezaměstnanosti a tlaku na růst mzdových nákladů. Pokles zisku je způsoben také lehkým poklesem návštěvnosti, konkrétně klienty z výhodu Evropy, jež tvoří nezanedbatelnou část klientely. Positivním trendem je naproti tomu změna kapitálové struktury podniku. Cizí zdroje za sledované období poklesly na 8,2 % bilanční sumy, jinými slovy klesla podniková zadluženost. Veškeré úročené závazky společnosti byly v roce 2018 uhrazeny. Společnost také dlouhodobě provádí velmi aktivní investiční politiku renovace a nákupu lázeňských nemovitostí. Pozitivním trendem je také 30 % nárůst položky nerozděleného zisku minulých let, jelikož společnost nevyplácela v posledních sledovaných letech dividendy a finanční prostředky tedy zůstávají s poklesem výsledků hospodaření v podniku.

Poměrové ukazatele odhalily nárůst podnikové likvidity na velmi uspokojivou úroveň. Byl zaznamenán také velmi dobrý poměr doby obratu pohledávek z obchodního styku a dobou splácení závazků z obchodního styku. Hodnoty podniku vycházejí o mnoho lépe než u relevantních konkurentů. Krytí stálých aktiv podniku dlouhodobými zdroji je na ideálních hodnotách a společnost bezezbytku splňuje „zlaté pravidlo financování“. Společnost na základě analýzy finanční rovnováhy nehrozí problémy se solventností a splátkami svých závazků. Na závěr byla také zjištěna nadprůměrná přidaná hodnota zaměstnanců v porovnání s konkurencí.

Výsledky v rámci finanční analýzy byly ověřeny modelem IN05, který potvrdil finanční zdraví podniku. Nelze očekávat problémy vedoucí k bankrotu a možnost, že podnik nebude tvořit hodnotu, se v tuto chvíli jeví jako nepravděpodobná. Předpoklad „going concern“ potvrzený strategickou analýzou tedy platí i nadále a je bez zásadních výhrad potvrzen i finanční analýzou.

5 Generátory hodnoty

Po strategické analýze, v rámci níž byl podnik i relevantní trh detailně zkoumán, jejich vývoj predikován do budoucna a po zjištěních podnikové finanční situace v rámci finanční analýzy, lze pro oceňovanou společnost určit faktory, jež tvoří hodnotu a jsou pro ocenění podniku nezbytné. Tyto podnikohospodářské faktory, které oceňovací teorie nazývá generátory hodnoty, jsou předmětem analýzy této kapitoly práce. Generátory hodnoty tvoří jmenovitě tržby, zisková marže, investice jak do pracovního kapitálu, tak do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní sazba a financování podniku.

Pro investiční hodnotu podniku je zpracována samostatná prognóza generátorů hodnoty dle požadavků investora. Pro investiční hodnotu bylo nutné prodloužit období první fáze na deset let, a to z důvodu většího zadlužení a vysokých investic do rekonstrukcí nemovitostí. Prognóza generátorů hodnoty pro investiční hodnotu je provedena za období **1.1.2019 až 31.12.2028**.

Prognóza všech generátorů hodnoty je provedena u tržní hodnoty pro pětileté období let první fáze, konkrétně **1.1.2019 až 31.12.2023**.

V první podkapitole je nutné aktiva podniku kategorizovat takovým způsobem, aby bylo zřejmé, které z nich jsou k jeho provozním účelům potřebné a které by, pokud by byly z podniku v modelové situaci odstraněny, nijak neovlivnily provozní výsledek hospodaření.

Po této úpravě je možné korigovat provozní zisk o existující jednorázové položky a vypočítat KPVH a tím i ziskovou marži.

Závěr kapitoly je věnován sestavení finančního plánu z prognózovaných generátorů hodnoty, konkrétně sestavení podnikové rozvahy, výkazu zisku a ztráty a peněžních toků.

5.1 Rozdělení na provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Rozdělení aktiv je provedeno na základě vymezení předmětu podnikání společnosti. Ten je podrobně zpracován ve strategické analýze podniku a dle klasifikace CZ NACE 8610 jde o poskytování ústavní zdravotní péče. Tato poměrně široká klasifikace je dále více specifikována na poskytování služeb lázeňské péče, jako hlavního předmětu podnikání.

S přihlédnutím k předmětu podnikání jsou jednotlivé položky rozvahy jsou v případě jejich provozní „nepotřebnosti“ vyčleněny a dále již s nimi není v rámci generátorů hodnoty kalkulováno. Tím dochází k jejich přičtení k hodnotě podniku, až v úplném závěru oceňovací části práce.

První kalkulace je provedena pro provozně nutný dlouhodobý majetek. Po jeho vymezení a výpočtu je možno kalkulovat druhou výrazně obsáhlejší položku a to provozně nutný pracovní kapitál. Na samém závěru kapitoly jsou provedeny prognózy a výpočet provozně nutného investovaného kapitálu s jeho rentabilitou.

Investor považuje veškerá aktiva za provozně potřebná, s výjimkou dlouhodobé finanční investice. Akcie dceřinné společnosti jsou brány jako provozně nepotřebné a není s nimi již dále uvažováno. Je nutné zdůraznit, že kalkulace hodnoty společnosti u obouází hodnoty nepočítá se samostatným oceněním dceřinné společnosti, jednak z toho důvodu, že tržní i investiční ocenění vychází z nekonsolidovaných výkazů a je tedy záměrem ocenit mateřskou společnost separovaně.

5.1.1.1 Dlouhodobý majetek (provozně nutný)

Majetek společnosti je analyzován v sestupném pořadí dle umístění v rozvaze.

Dlouhodobý nehmotný majetek je tvořen *softwarem*, který společnost v blízké době plně odepíše. Položky nehmotných aktiv jsou využity k hlavní činnosti podniku a jsou tedy provozně nutné. Dalšími podpoložkami nehmotných aktiv jsou *ostatní ocenitelná práva* a *nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek*, přičemž hodnota těchto položek je zanedbatelná.

Dlouhodobý hmotný majetek společnosti je tvořen především položkou stavby. Položka stavby zahrnuje veškeré hotelové objekty, sanatoria, sportoviště a další nemovitosti. Druhou významnou položkou jsou pozemky, přičemž na těchto pozemcích se nachází výše uvedené stavby. Z toho vyplývá, že společnost nevlastní provozně nepotřebné pozemky. Dalšími položkami aktiv dlouhodobého hmotného majetku jsou *hmotné movité věci a jejich soubory*, *ostatní dlouhodobý hmotný majetek* a *poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek*. Zde je podstatnou položkou *nedokončený dlouhodobý hmotný majetek*, jelikož společnost provádí každoročně strukturální renovace svých nemovitých aktiv.

Dlouhodobý finanční majetek společnosti je považován za provozně nepotřebný a je vyčleněn. Jedná se o položku *podíly – podstatný vliv*. Tento podíl na dceřiné společnosti působící na Slovensku není považován za provozně nutný z toho důvodu, že ačkoli se také jedná téže o lázeňskou společnost, k provozním aktivitám mateřské společnosti LLML nijak nepřispívá a podniká samostatně. Investice má portfoliový charakter, toto vlastnictví je řešeno pouze v rámci konsolidace a není součástí samostatného ocenění společnosti LLML.

Souhrn položek provozně nutného dlouhodobého majetku je sumarizován v tabulce níže.
Tabulka je shodná s variantou tržní i investiční báze hodnoty.

Tabulka 29: Dlouhodobý majetek – provozně nutný, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 877	2 144	1 668	1 085	571
Dlouhodobý hmotný majetek	1 196 078	1 163 675	1 125 077	1 101 664	1 121 730
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Provozně nutný dlouhodobý majetek	1 198 955	1 165 819	1 126 745	1 102 749	1 122 301

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

5.1.1.2 Pracovní kapitál (provozně nutný)

a) Zásoby

Zásoby společnosti jsou tvořeny materiálem a zbožím. Materiál se v podniku objevuje kupříkladu ve formě potravin a přípravků na léčebné procedury. Zboží zahrnuje produkty, jež lze například zakoupit na recepcích hotelů.

Všechny zásoby společnosti jsou považovány za provozně nutné jak u tržní, tak u investiční báze hodnoty.

Tabulka 30: Zásoby společnosti LLML, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Materiál	10 432	10 527	11 186	10 219	10 390
Zboží	1 203	1 203	1 595	1 483	1 194
Zásoby – provozně nutné	11 635	11 730	12 781	11 702	11 584

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

b) Krátkodobé pohledávky (provozně nutné)

Nejpodstatnější položkou jsou *pohledávky z obchodních vztahů*. Minoritní položky jsou vykazovány agregovaně pod položkou *pohledávky – ostatní*, jmenovitě *stát – daňové pohledávky*, *krátkodobé poskytnuté zálohy*, *dohadné účty aktivní* a *jiné pohledávky*. Opět panuje shoda u tržní a investiční hodnoty.

Tabulka 31: Pohledávky společnosti LLML – krátkodobé, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Pohledávky z obchodních vztahů	15 239	13 609	17 410	15 827	14 792
Stát – daňové pohledávky	0	4 587	4 614	0	4 542
Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 875	3 210	3 711	3 428	2 280
Dohadné účty aktivní	1 881	16	24	0	0
Jiné pohledávky	414	5 554	7 643	6 264	3 968
Provozně nutné krát. pohledávky	21 409	26 976	33 402	25 519	25 582

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

c) Peněžní prostředky (provozně nutné)

Peněžní prostředky jsou položkou, u které je potřebné provést korekci na provozně nutnou hladinu. Výše peněžních prostředků roste s nerozděleným ziskem minulých let a je zřejmé, že ne všechny nakumulované peněžní prostředky společnost provozně využije. Očištění výše peněžních prostředků na provozně nutnou výši je provedeno přes ukazatel okamžité likvidity.

Tabulka 32: Výpočet okamžité likvidity oceňované společnosti (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Peněžní prostředky	201 514	158 441	154 489	230 786	213 920
Krátkodobé závazky neúročené	98 930	80 256	83 377	100 265	89 063
Okamžitá likvidita	2,04	1,97	1,85	2,30	2,40

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

Pro účely přesné komparace je ukazatel dále kalkulován i pro vzorek konkurenčních společností. Konkurenční společnosti dosahují nižších hodnot okamžité likvidity a pro stanovení odhadu výše pro oceňovaný podnik jsou využity jako dolní možná mez. Tento postup autor považuje za nejsprávnější, jelikož oceňovaný podnik vlastní z hlediska výše aktiv ve srovnání s konkurencí největší portfolio budov a nemovitých věcí. Jejich renovace a investice do technického vybavení jsou velmi náročné na investiční činnost. Pokud podnik tyto investice bude nadále financovat především ze svých zdrojů (závazky k úvěrovým institucím a spřízněným osobám jsou poměrně nízkou položkou) bude nutné nakumulované zisky minulých let využívat právě pro tyto účely. Níže lze nalézt tabulku srovnání okamžité likvidity:

Tabulka 33: Okamžitá likvidita společnosti LLML a průměr konkurentů

	2014	2015	2016	2017	2018
Konkurence	0,99	0,94	0,94	1,29	1,53
Oceňovaná společnost	2,04	1,97	1,85	2,30	2,40
Rozdíl likvidit	1,05	1,04	0,92	1,01	0,88

Zdroj: Výroční zprávy společností, vlastní zpracování

Na základě těchto hodnot je provedena volba provozně nutné výše peněžních prostředků ve výši 1,5 okamžité likvidity. Důvodem pro volbu této hodnoty je výše zmíněná investiční náročnost, kdy podnik nakumulované peněžní prostředky využívá v rámci investičního cyklu jak průběžně, tak v dlouhém období k jednorázovým strukturálním investicím. Výpočet provozně nutných peněžních prostředků přes stanovenou výši okamžité likvidity je proveden v tabulce níže.

Tabulka 34: Provozně nutná výše peněžních prostředků oceňované společnosti (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Peněžní prostředky (potřebné)	148 395	120 384	125 066	150 398	133 595
Peněžní prostředky (nepotřebné)	53 119	38 057	29 424	80 389	80 326
Krátkodobé neúročené závazky	98 930	80 256	83 377	100 265	89 063
Okamžitá likvidita	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

Investor v investiční bázi hodnoty považuje veškeré peněžní prostředky za provozně nutné a nedochází k rozčlenění PP dle likviditního ukazatele. Následující tabulka zachycuje provozní peněžní prostředky z pohledu investora.

Tabulka 35: Provozně nutná výše peněžních prostředků pro investiční hodnotu (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Provozně nutné PP	201 514	158 441	154 489	230 786	213 920

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, požadavky investora, vlastní zpracování

d) (-) Neúročené závazky (krátkodobé)

Od krátkodobých závazků společnosti jsou vyčleněny úročené závazky v podobě *závazků k úvěrovým institucím* a *závazky ke společníkům*. Ostatní závazky jsou neúročené a jsou ponechány ve stejné výši. Výše je shodná pro obě báze hodnoty.

Tabulka 36: Krátkodobé závazky oceňované společnosti, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Krátkodobé přijaté zálohy	24 252	21 160	21 298	20 656	20 307
Závazky z obchodních vztahů	32 172	19 713	27 594	34 602	29 564
Závazky k zaměstnancům	14 375	14 305	13 886	15 562	15 365
Závazky ze soc. zab. a zdrav. poj.	7 468	7 458	7 291	8 114	8 173
Stát – daňové závazky a dotace	7 409	6 821	2 719	4 499	5 070
Dohadné účty pasivní	13 253	10 788	10 588	15 443	10 584
Jiné závazky	1	11	1	1 389	0
Neúročené závazky	98 930	80 256	83 377	100 265	89 063
<i>Závazky k úvěrovým institucím (úročené)</i>	<i>48 249</i>	<i>47 031</i>	<i>50 531</i>	<i>25 540</i>	<i>0</i>
<i>Závazky ke společníkům (úročené)</i>	<i>0</i>	<i>5 142</i>	<i>7 222</i>	<i>5 849</i>	<i>3 548</i>

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

5.1.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Pokud nyní sečteme položky dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, jež jsme v předchozí části vyčlenily v provozně nutné výši, získáme tím hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu. Prvním krokem je ovšem konkrétní postup výpočtu provozně nutného pracovního kapitálu při dosazení hodnot z předchozí kapitoly.

Tabulka 37: Kalkulace provozně nutného pracovního kapitálu pro tržní hodnotu (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	11 635	11 730	12 781	11 702	11 584
Krátkodobé pohledávky	21 409	26 976	33 402	25 519	25 582
Provozně nutné peněžní prostředky	148 395	120 384	125 066	150 398	133 595
(-) Neúročené závazky	98 930	80 256	83 377	100 265	89 063
Časové rozlišení aktivní	23 222	18 492	19 338	21 395	25 912
(-) Časové rozlišení pasivní	5 438	2 923	4 950	4 901	5 296
Provozně nutný pracovní kapitál	100 293	94 403	102 260	103 848	102 314

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

Kalkulace investovaného kapitálu, jež je pro podnik provozně potřebný, je provedena v rámci tabulky níže:

Tabulka 38: Investovaný kapitál (provozně nutný) pro tržní hodnotu (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Provozně nutný dlouhodobý majetek	1 198 955	1 165 819	1 126 745	1 102 749	1 122 301
Provozně nutný pracovní kapitál	100 293	94 403	102 260	103 848	102 314
Provozně nutný investovaný kapitál	1 299 248	1 260 222	1 229 005	1 206 597	1 224 615

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

Z důvodu odlišné výše peněžních prostředků je potřebné tabulky zvlášť zpracovat i pro investiční bázi hodnoty.

Tabulka 39: Kalkulace provozně nutného pracovního kapitálu pro investiční hodnotu (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	11 635	11 730	12 781	11 702	11 584
Krátkodobé pohledávky	21 409	26 976	33 402	25 519	25 582
Provozně nutné peněžní prostředky	201 514	158 441	154 489	230 786	213 920
(-) Neúročené závazky	98 930	80 256	83 377	100 265	89 063
Časové rozlišení aktivní	23 222	18 492	19 338	21 395	25 912
(-) Časové rozlišení pasivní	5 438	2 923	4 950	4 901	5 296
Provozně nutný pracovní kapitál	153 412	132 460	131 683	184 236	182 639

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

Tabulka 40: Investovaný kapitál (provozně nutný) pro investiční hodnotu (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Provozně nutný dlouhodobý majetek	1 198 955	1 165 819	1 126 745	1 102 749	1 122 301
Provozně nutný pracovní kapitál	153 412	132 460	131 683	184 236	182 639
Provozně nutný investovaný kapitál	1 352 367	1 298 279	1 258 428	1 286 985	1 304 940

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

5.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný výsledek hospodaření před daní a odpisy získáme korekcí o jednorázové výnosy a náklady a také o výnosy a náklady související s neprovozním majetkem.

Jednorázové výnosy ani náklady společnost za sledované období neúčtovala a provozní zisk je tedy upraven pouze o tržby související s prodejem dlouhodobého majetku, jeho zůstatkovou cenu a aby bylo KPVH kalkulováno před odpisy a daní, je nutné odpisy v této fázi přičíst. Tento postup zachycuje pro tržní i investiční hodnotu tabulka níže:

Tabulka 41: Výpočet KPVH před odpisy a daní, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní VH	168 736	109 394	106 419	116 381	67 504
(-) Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	222	241	179	31	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	160	0	0	0
Úpravy hodnot v provozní oblasti	94 735	88 667	88 168	88 608	109 348
KPVH (před odpisy a daní)	263 249	197 980	194 408	204 958	176 852

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

5.3 Generátory hodnoty a jejich prognóza

V rámci této kapitoly práce jsou zpracovány a analyzovány čtyři generátory hodnoty:

- 1) Tržby
- 2) Provozní zisková marže
- 3) Upravený (provozně nutný) pracovní kapitál
- 4) Investice do dlouhodobého majetku

Důvod, proč nejsou zahrnuty další tři generátory hodnoty je ten, že diskontní míra je zpracována v rámci závěrečné oceňovací části práce, financování je možné zpracovat až po vyhotovení finančního plánu a délka trvání společnosti je převzata ze strategické a finanční analýzy, kdy byl potvrzen *going concern*.

5.3.1 Tržby

Tržby podniku a jejich prognóza jsou detailně řešeny v rámci kapitoly *strategická analýza*. V té byly tržby predikovány na základě vývoje tržeb relevantního trhu a podílu společnosti na tomto trhu. Konkrétní údaje jsou k nalezení v tabulce *prognóza tržeb LLML (2019-2023) na základě tržního podílu* ve strategické analýze.

5.3.2 Provozní zisková marže

Poměr korigovaného provozního zisku a tržeb společnosti představuje provozní ziskovou marži. Jinými slovy KPVH je nominálním vyjádřením procentuální ziskové marže. Tabulka níže zachycuje vývoj této marže pro tržní i investiční hodnotu za sledované období:

Tabulka 42: Provozní zisková marže, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	900 367	812 619	829 143	874 712	845 360
KPVH (před daní a před odpisy)	263 249	197 980	194 408	204 958	176 852
Provozní zisková marže (před daní a před odpisy)	29,24 %	24,36 %	23,45 %	23,43 %	20,92 %

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

Provozní zisková marže po sledované období klesá. Tento trend je způsoben mírným poklesem tržeb a provozního zisku. Výkonová spotřeba podniku se drží zhruba na stejných hodnotách, ovšem odvětví lázeňství je velmi náročné na lidskou práci, což koresponduje s intenzivním růstem osobních nákladů. Z důvodu lepší srovnatelnosti je níže uvedena tabulka s kalkulací ziskové marže vzorku konkurenčních společností.

Tabulka 43: Provozní zisková marže před daní a odpisy konkurenčních společností

		2014	2015	2016	2017	2018
Lázně Františkovy Lázně, a.s.	Provozní zisková marže	9,02 %	-1,14 %	-0,89 %	-9,11 %	3,11 %
	KPVH	49 086	-3 817	-3 094	-19 842	6 929
	Tržby	544 016	333 517	346 134	217 821	222 527
Léčebné lázně Jáchymov a. s.	Provozní zisková marže	24,14 %	21,72 %	16,61 %	22,67 %	19,01 %
	KPVH	121 062	115 175	92 200	132 842	111 715
	Tržby	501 478	530 159	554 960	586 022	587 587
Lázně Luhačovice, a.s.	Provozní zisková marže	23,78 %	20,44 %	27,79 %	22,13 %	19,85 %
	KPVH	99 473	89 724	135 814	115 297	103 443
	Tržby	418 312	438 966	488 743	520 888	521 130
Slatinné lázně Třeboň, s.r.o.	Provozní zisková marže	7,38 %	7,61 %	8,87 %	6,50 %	7,63 %
	KPVH	23 064	24 814	31 163	34 134	42 956
	Tržby	312 421	326 161	351 445	525 097	562 942

Zdroj: Výroční zprávy společností, vlastní zpracování

U konkurenčních společností podnikajících v lázeňství sledujeme podobný trend jako u oceňovaného podniku. Stagnace či pokles ziskové marže je způsoben konkurenčním tlakem a úbytkem zahraniční klientely, což má dopad především na oceňovaný podnik.

Následující dvě kapitoly jsou věnovány prognóze budoucího vývoje provozní ziskové marže. Prognózu je možno vyhotovit výpočtem „shora“, který reflektuje historický vývoj podniku s důrazem na konkurenceschopnost podniku v komparaci s dalšími společnostmi podnikajícími v oboru lázeňství.

Druhá možná verze prognózy je provedena takzvaně „zdola“, přičemž tato prognóza analyzuje jednotlivé nákladové položky a jejich pravděpodobný vývoj v následujících pěti letech. Součtem těchto nákladových položek a dopočtem k celkové predikované výši tržeb získáme ziskovou marži predikovanou zdola.

Obě tyto prognózy nelze hodnotit separovaně a z tohoto důvodu jsou zkoordinovány v jedinou prognózu provozní ziskové marže v závěru kapitoly.

5.3.2.1 Prognóza ziskové marže shora

Tato prognóza je provedena na základě minulého vývoje KPVH (před daní a odpisy) a kalkulace k tomuto provoznímu zisku náležící ziskové marže. Tyto historické údaje jsou na základě souhrnné analýzy intenzity konkurence vyhodnoceny a predikovány do budoucna. Predikovaná zisková marže se následně vynásobí predikovanou výší tržeb, z čehož získáme predikci KPVH pro celé prognózované období.

Analýza intenzity konkurence je provedena na základě struktury postupu uvedené v *Mařík a kolektiv – metody oceňování podniku, 2018 strana 154*. Tento postup je upraven na míru oceňovanému podniku a reáliím relevantního odvětví. Je nutno poznamenat, že faktory hodnocené v rámci této kapitoly vychází z velké části z podrobnější strategické analýzy. Při komparaci těchto dvou analýz lze tedy nalézt některé faktické duplicity.

A. Počet přímých konkurentů, dodavatelů, odběratelů

Počet konkurentů v rámci lázeňského odvětví je po dlouhé období stabilní. Růst trhu je uskutečňován především z důvodu růstu cenové hladiny a nárůstu cenových podmínek lázeňských pobytů. K datu ocenění společnosti působí v Česku 93 lázeňských společností s celkovou kapacitou 25 770 lůžek. Tato lůžková kapacita je jen velmi mírně rostoucí a v horizontu dosavadních patnácti let vzrostla o zhruba dva tisíce lůžkových míst. Pokud bychom extrahovali od vymezení konkurence pouze na rámec České republiky, situace ve střední Evropě je téměř identická a růst konkurence co do počtu subjektů se téměř neodehrává.

Hodnocení: (4 bodů z 6)

Počet dodavatelů a odběratelů vykazuje stejnou míru stabilizace jako počet konkurenčních subjektů. Klíčovým odběratelem je z podstaty odvětví zákazník, jinými slovy lázeňský host. Počet každoročních návštěvníků vykazuje pouze malé volatilní pohyby okolo 350 000 hostů. Dodavatelé jsou u mnoha konkurentů, včetně oceňované společnosti, dlouhodobě smluvně zajištěni.

Hodnocení: (3 body z 6)

B. Standardizace produktu

Standardizace produktu, pro lázeňství konkrétně služeb je legislativně téměř nezajištěna. Unifikace a standardizace toho co je součástí lázeňského pobytu, měřitelnost jeho efektivity a možnost vyhodnocení úrovně nabízené služby je vysoce subjektivní a nelze ji standardizovat. V odvětví lázeňství se jedná spíše o určitou „best practice“, co se v průběhu vývoje lázeňství a balneologického výzkumu osvědčilo. Tyto charakteristiky jako kvalita ubytování, restauračního servisu a léčebné procedury jsou poskytovány všemi konkurenty v rámci odvětví téměř identicky.

Hodnocení: (2 body z 6)

C. Síla vazeb k dodavatelům a odběratelům

Síla vazeb k dodavatelům je vysoká pouze u jedné dodávané suroviny, konkrétně léčebných pramenů a přírodních zdrojů. Tyto jsou mnohdy vlastněny jinými soukromými společnostmi a podniky tyto léčebné přírodní látky a zdroje odebírají. Jiné silné vazby s dodavateli téměř neexistují a jedná se tak o běžné smluvní zajištění v rámci obchodního styku.

Vazby k odběratelům (zákazníkům) jsou významné, a to z pohledu jejich spokojenosti. Pokud má zákazník kladnou zkušenost z první návštěvy lázeňské společnosti a z města kde lázeňský pobyt probíhá, pravděpodobnost opětovné návštěvy je vysoká. Tyto vazby jsou také významné z důvodu specializace lázeňských společností. Touto specializací jsou klienti s jistými zdravotními potížemi vázáni pouze na úzký segment poskytovatelů konkrétní léčebné lázeňské péče.

Hodnocení: (3 body z 6)

D. Stabilita poptávky

Na základě předešlých informací lze zhodnotit stabilitu poptávky jako výraznou, což je pro účely vyhodnocení ziskové marže společnosti pozitivním jevem.

Hodnocení (5 bodů z 6)

E. Růst trhu

U stagnujícího trhu lázeňského odvětví je pro oceňovaný podnik i konkurenční společnosti těžké zvýšit svůj tržní podíl a zvyšovat tak své hospodářské výsledky. Stabilita lázeňského odvětví má spíše negativní dopady na ziskovou marži. Změna této situace v budoucnu je nepravděpodobná, a to z důvodu stabilního počtu klientů se zdravotními potížemi.

Hodnocení: (2 body z 6)

F. Tržní bariéry

Vyšší bariéry vstupu lázeňského odvětví, omezení místem, dostupností přírodních zdrojů, náročností na výši vstupního kapitálu a kvalifikované pracovní síly jsou pozitivní faktory, jež hrají roli v cenotvorbě, a tedy i výsledné cenové marži.

Hodnocení: (4 body z 6)

G. Možnost substituce

Možnost substituce lázeňského pobytu je vysoce nepravděpodobná. Segment pohybových nemocí, jež jsou v rámci lázeňství léčeny je možno do jisté míry substituovat masážemi, ovšem pro širokou škálu onemocnění je lázeňský pobyt nenahraditelný.

Hodnocení: (4 body z 6)

Tabulka 44: Analýza intenzity konkurence pro účely prognózy ziskové marže (shora)

Kritérium	Váha	Vyhodnocení vlivu faktorů konkurenčního prostředí na ziskovou marži							Váha x Body
		Negativní			Průměr	Pozitivní			
		0	1	2		3	4	5	
Přímí konkurenti	3					X			12
Odběratelé a dodavatelé	3				X				9
Standardizace produktu	2			X					4
Síla vazeb	1				X				3
Stabilita poptávky	2						X		10
Růst trhu	2			X					4
Velikost tržních bariér	1					X			4
Možnost substituce	2					X			8
Celkem	16								54
Výsledné hodnocení:	56,3 %								

Zdroj: Mařík 2018 - Metody oceňování podniku, vlastní zpracování

Zisková marže společnosti do roku 2018 je srovnatelná s polovinou nejužších konkurentů. Jedná se o lázně Luhačovice a lázně Jáchymov. Další dvě společnosti mají ziskovou marži zhruba třikrát nižší. Výše ziskové marže oceňovaného podniku je v odvětví lehce nadprůměrná a pomalý pokles ziskové marže se na základě vyhodnocení konkurenčního prostředí dá očekávat i v rámci predikovaných let. Prognóza ziskové marže pro investiční hodnotu je z důvodu rozsahu deseti let první fáze vložena v rámci přílohy 10.

Tabulka 45: Predikce ziskové marže shora, tržní hodnota

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zisková marže	20,92 %	20,30 %	20,19 %	19,82 %	19,62 %	19,36 %

Zdroj: Vlastní zpracování

5.3.2.2 Prognóza ziskové marže zdola

Prognóza zdola je považována za komplementární prognózu ziskové marže predikované na základě konkurenční situace podniku. Jedná se o velmi důležitou část predikce, jelikož jak predikce „shora“, tak predikce provedená přes analýzu nákladových položek podniku se ve výsledku harmonizují v jednu výslednou predikci. Jednotlivé položky výkazu zisku a ztrát jsou uvedeny jak v numerických hodnotách, tak procentuálně, a to jako podíl na tržbách oceňované společnosti. Analyzovány jsou jen položky s nenulovými hodnotami. Historické data prognózy ziskové marže zdola jsou shodné pro obě báze hodnoty.

Tabulka 46: Prognóza ziskové marže zdola

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	900 367	812 619	829 143	874 712	845 360
Výkonová spotřeba	352 928	339 077	336 900	347 479	332 172
podíl na tržbách	39,20 %	41,73 %	40,63 %	39,72 %	39,29 %
Osobní náklady	227 195	226 580	245 000	269 411	278 050
podíl na tržbách	25,23 %	27,88 %	29,55 %	30,80 %	32,89 %
Jiné provozní výnosy	3 136	3 221	2 241	3 459	3 817
podíl na tržbách	0,35 %	0,40 %	0,27 %	0,40 %	0,45 %
Daně a poplatky	1 459	1 544	1 785	1 874	1 708
podíl na tržbách	0,16 %	0,19 %	0,22 %	0,21 %	0,20 %
Rezervy v provozní oblasti	0	-2 615	673	1 002	-2 650
podíl na tržbách	0,00 %	-0,32 %	0,08 %	0,11 %	-0,31 %
Jiné provozní náklady	58 672	53 274	52 618	53 447	63 045
podíl na tržbách	6,52 %	6,56 %	6,35 %	6,11 %	7,46 %
KPVH	263 249	197 980	194 408	204 958	176 852
Zisková marže	29,24 %	24,36 %	23,45 %	23,43 %	20,92 %

Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

Tržby společnosti za pětileté období let 2014 až 2018 mírně poklesly. Tato stabilita koresponduje s úbytkem části zahraniční klientely, ovšem stabilita lázeňského odvětví je na tržbách společnosti viditelná.

Vývoj nákladových položek je obdobný. Výkonová spotřeba dosahuje v poměru k tržbám stabilních hodnot a z podstaty podnikatelských aktivit společnosti nelze očekávat značné budoucí odchylky. Oceňovaná společnost LLML provozuje síť hotelů, jež jsou z pohledu výše nákladů vykazovaných ve výkonové spotřebě téměř neměnné. Nejen tedy spotřeba materiálu a energie, ovšem i položka služeb je predikována do budoucna ve stejné výši poměru k rostoucím tržbám.

Jinak je tomu u nákladové položky osobních nákladů. Ty rostou nejen u oceňovaného podniku ale i napříč odvětvím. Děje se tak nejspíše na základě socio-ekonomického vývoje v České

republiky, kdy od roku 2015 dochází k podstatnému růstu mezd, jež je vyvolán nízkou úrovní nezaměstnanosti a silnou politickou pozicí odborových organizací. Autor na základě tohoto trendu předpokládá i další růst osobních nákladů, až na úroveň 35 % tržeb v roce 2023. Tento vývoj je prognózován lineárně.

Položky *jiné provozní výnosy* a *daně a poplatky* jsou predikovány ve stejné výši jako je tomu u posledního známého roku. Tento přístup je zvolen z důvodu marginálního významu těchto položek, jejich velmi malé predikovatelnosti a značné stability.

Položka rezerv v provozní oblasti a komplexních nákladů příštího období je v posledním známém roce záporná. Předchozí vývoj je volatilní a do budoucna autor předpokládá postupnou stabilizaci na nulové úrovni.

Poslední prognózovanou položkou jsou *jiné provozní náklady*. Jejich hodnota v roce 2018 přesahuje průměr dlouhého období vývoje těchto nákladů. Z výkazů společnosti není zřejmý důvod k opodstatněnému růstu a autor tedy předpokládá lineární konvergenci k dlouhodobému průměru (rok 2023 úroveň 6,60 %).

Tabulka 47: Prognóza ziskové marže zdola, pětiletá predikce do roku 2023

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby	840 227	872 721	900 158	926 789	951 828	975 286
Výkonová spotřeba	332 172	342 923	353 704	364 168	374 007	383 225
podíl na tržbách	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %
Osobní náklady	278 050	290 730	303 666	316 559	329 126	341 350
podíl na tržbách	32,89 %	33,31 %	33,73 %	34,16 %	34,58 %	35,00 %
Jiné provozní výnosy	3 817	3 941	4 064	4 185	4 298	4 404
podíl na tržbách	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %
Daně a poplatky	1 708	1 763	1 819	1 873	1 923	1 971
podíl na tržbách	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %
Rezervy v provozní oblasti	-2 650	521	-743	294	-157	0
podíl na tržbách	-0,31 %	0,06 %	-0,08 %	0,03 %	-0,02 %	0,00 %
Jiné provozní náklady	63 045	63 588	64 043	64 348	64 454	64 369
podíl na tržbách	7,46 %	7,29 %	7,11 %	6,94 %	6,77 %	6,60 %
KPVH	176 852	177 136	181 733	183 732	186 773	188 776
Zisková marže	20,92 %	20,30 %	20,19 %	19,82 %	19,62 %	19,36 %

Zdroj: Výroční zpráva společnosti LLML, vlastní zpracování predikce

Zisková marže zdola je harmonizována s prognózou ziskové marže dle konkurenční pozice podniku a konkurenčního prostředí trhu.

Pro investiční hodnotu je zisková marže zdola provedena na základě predikce nákladů investora. Z důvodu udržení přijatelného rozsahu práce je tabulka s predikovanými hodnotami vložena v rámci přílohy 11.

Tabulka 48: Predikce ziskové marže společnosti LLML

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zisková marže	20,92 %	20,30 %	20,19 %	19,82 %	19,62 %	19,36 %

Zdroj: Vlastní zpracování

5.4 Upravený (provozně nutný) pracovní kapitál

V této kapitole je predikován pracovní kapitál na základě dob obratu jak společnosti LLML, tak jejich vybraných konkurentů. Pracovní kapitál je za sledované období již vypočítán v rámci kalkulace provozně nutného investovaného kapitálu a jeho výpočet již není předmětem této kapitoly. **Pro investiční hodnotu jsou neprovozní peníze predikovány nad hodnotu 2,4 ukazatele okamžité likvidity.**

ZÁSOBY

a) Materiál

Materiál společnosti je tvořen především potravinami, léčebnými surovinami jako jsou léčivé minerální roztoky, přípravky na masáže a dalším širokým sortimentem. Doba obratu materiálu je v porovnání s konkurenty nejvyšší, ovšem u všech společností v rámci sledovaného období dosahuje stabilních hodnot. Do roku 2023 lze očekávat lineární konvergenci ke 4 dnům doby obratu.

b) Zboží

Zboží společnosti tvoří především drobné předměty ke koupi na recepcích kupříkladu. pohlednice, kartáčky, masážní oleje aj. drobný sortiment k zakoupení. Doba obratu zboží u konkurenčních společností je vyšší než u společnosti LLML. Na konci druhé fáze lze očekávat ustálení doby obratu zboží na hodnotě 1 dne. Této hodnoty bude dosaženo lineárním vývojem od posledního známého roku.

KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY

c) Pohledávky z obchodních vztahů

Společnost LLML dosahuje zhruba třikrát nižší doby obratu než konkurenční společnosti. Doba obratu se pohybuje okolo šesti dnů a do budoucna lze očekávat jen lehký nárůst. Po pětiletém lineárním vývoji se v roce 2023 ustálí na sedmi dnech.

d) Stát – daňové pohledávky

Daňové pohledávky jsou marginální volatilní položkou a do budoucna jsou predikovány v nulové výši. Konkurenční společnosti stejně jako oceňovaný podnik pohledávky za státem v mnoha letech neevidují.

e) Krátkodobé poskytnuté zálohy

Poskytnuté zálohy budou v následujících pěti letech lineárně konvergovat k průměru za sledované období.

f) Dohadné účty aktivní

Položka je za poslední dva roky sledovaného období nulová a nedá se predikovat její růst do budoucna. Vývoj je tedy fixován v nulové výši.

g) Jiné pohledávky

Jiné pohledávky jsou též velmi obtížně hodnotitelnou položkou z důvodu jejich jednorázového charakteru. Autor očekává setrvání v průměrné výši analyzovaného období, ovšem z důvodu odchylky roku 2018 bude položka lineárně růst k hodnotě 2,5 dne.

ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIV

h) Časové rozlišení aktivní

Časové rozlišení aktivní bude v budoucnu klesat na úroveň doby obratu osmi dnů. Tento pokles je pravděpodobný především z důvodu zkreslení průměrné doby obratu rokem 2018.

KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY

i) Krátkodobé přijaté zálohy

Délka obratu krátkodobých záloh je pro společnost LLML více než dvojnásobně nižší než u konkurentů. Lze proto předpokládat mírný růst až na dobu obratu 10 dnů.

j) Závazky z obchodních vztahů

Závazky jsou predikovány ve výši průměru sledovaného období. Důvodem je vysoká stabilita položky a srovnatelnost s hodnotami konkurence.

k) Závazky k zaměstnancům

Tato položka je dlouhodobě mírně rostoucí, což je trendem jak u oceňované společnosti, tak u konkurentů. Růst lze očekávat stejně jako u osobních nákladů i do budoucna. Autor očekává lineární růst k 7 dnům obratu.

l) Závazky ze soc. a zdrav. zabezpečení

Růst je stejný jako u předchozí položky a stabilizace je predikována ve výši 4 dnů obratu v roce 2023.

m) Stát – daňové závazky a dotace

Z důvodu nemožnosti přesné předpovědi ponechány na úrovni roku 2018. Konkrétně 2,19 dne.

n) Dohadné účty pasivní

Hodnota dohadných účtů zůstává po většinu let téměř neměnná. Predikce je proto stabilizována na dlouhodobém průměru této položky ve výši 5,18 dne.

o) Jiné závazky

Ponechány na nulové hodnotě posledního sledovaného roku. Jde o velmi marginální položku bez jasného trendu s jednorázovým nárůstem v roce 2017.

ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIV

p) Časové rozlišení pasivní

Predikce provedena za pomoci lineární konvergence ke dvou dnům obratu v roce 2023.

Důvodem k volbě této hodnoty je dlouhodobý průměr sledovaného období a hodnoty konkurence.

Za základě předchozí analýzy je možné sestavit přehlednou tabulku v agregované podobě. Její rozšířená verze i s dobami obratu je vložena v rámci *přílohy 12*.

Tabulka 49: Minulost a prognóza pracovního kapitálu, tržní hodnota

MINULOST	2014	2015	2016	2017	2018
peněžní prostředky	148 395	120 384	125 066	150 398	133 595
zásoby	11 635	11 730	12 781	11 702	11 584
pohledávky	21 409	26 976	33 402	25 519	25 582
(-) neúročené závazky	98 930	80 256	83 377	100 265	89 063
časové rozlišení aktiv	23 222	18 492	19 338	21 395	25 912
(-) časové rozlišení pasiv	5 438	2 923	4 950	4 901	5 296
(=) upravený PK	100 293	94 403	102 260	103 848	102 314
BUDOUCNOST	2019	2020	2021	2022	2023
peněžní prostředky	140 858	146 066	151 191	156 100	160 793
zásoby	11 958	12 333	12 697	13 040	13 360
pohledávky	22 589	24 195	25 833	27 478	29 125
(-) neúročené závazky	93 905	97 378	100 794	104 067	107 195
časové rozlišení aktiv	25 226	24 447	23 551	22 525	21 376
(-) časové rozlišení pasiv	5 330	5 357	5 369	5 365	5 344
(=) upravený PK	101 396	104 307	107 109	109 710	112 115

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnoty pracovního kapitálu za minulost, včetně prognózy jsou pro investiční hodnu z důvodu rozsahu vloženy v rámci *přílohy 14*. Stejně tak je tomu pro podkladové tabulky dob obratu, jež lze nalézt v *příloze 13*.

5.5 Investice do dlouhodobého majetku

Jsou posledním analyzovaným generátorem hodnoty podniku. Generátor nákladů kapitálu je řešen v rámci samostatného ocenění podniku a financování podniku je součástí finančního plánu který přímo navazuje na generátory hodnoty.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou řešeny na základě investic brutto a investiční náročnosti tržeb. Tento koeficient zachycuje výši investic v poměru k výši tržeb a delší časové období, v případě společnosti LLML jsou to roky 2015 až 2018.

Tabulka 50: Koeficient investiční náročnosti tržeb LLML v brutto hodnotách

Agregace Majetku	Minulý koeficient náročnosti let 2015–2018	Odhad investic brutto pro plán tržeb let 2019–2023 (tis. Kč)
DNM – Software	0,03 %	1 397
Stavby	5,26 %	243 434
Hmot. mov. věci	3,34 %	154 625
Celkem	8,63 %	399 457

Zdroj: Zdroj: Výroční zprávy společnosti LLML, vlastní zpracování

V agregované položce dlouhodobého nehmotného majetku společnost vykazuje pouze software. Ten společnost nakupuje v delších investičních intervalech a využívá pro rezervace pobytů ze strany zákazníků, interní skladové databázi, software recepcí hotelů a jiných zařízení. Jedná se dle objemu investic o marginální výdaj a dá se předpokládat, že investiční náročnost této položky bude i v následujících letech stejná.

Hlavní položkou společnosti využívanou k podnikatelským aktivitám jsou stavby. Lázeňství je velmi náročné na udržování a renovaci hotelů, sanatorií, restauračních zařízení a jiných objektů. Investice se v případě budov využívají ke konstrukčním renovacím, stavebním rozšiřovacím zásahům do stávajícího stavebního provedení a úpravám zastřešení. Při srovnání společnosti s konkurencí nedochází k výrazné odchylce od průměru.

Poslední agregovanou položkou jsou hmotné movité věci. Ty jsou z pohledu investic velmi náročné, a to z důvodu jejich několikanásobně kratší životnosti, než je tomu u staveb. Kupříkladu v roce 2018 společnost vyřadila inventář ze 79 zrekonstruovaných pokojů hotelu Hvězda, zdravotní přístroje léčebné části hotelu Nové Lázně a kuchyňské vybavení.

Pro názorné srovnání s konkurenty je níže vložena tabulka průměrné investiční náročnosti čtyř vybraných konkurentů.

Tabulka 51: Koeficient investiční náročnosti tržeb pro vybrané konkurenty v brutto hodnotách

Agregace majetku	Minulý koeficient náročnosti let 2015–2018	Odhad investic brutto pro plán tržeb let 2019–2023 (tis. Kč)
DNM Software	0,04 %	1 851
Stavby	5,89 %	272 517
HMV	2,20 %	101 827
Celkem	8,1 %	376 195

Zdroj: Výroční zprávy společností, vlastní zpracování

Celková investiční náročnost konkurenčních společností dosahuje za sledované období nižších hodnot. Pokud bychom nahlédli zpět do finanční analýzy, našli bychom důvody k této lehké diferenci. Oceňovaný podnik z hlediska výše bilanční sumy disponuje více než dvojnásobnou účetní hodnotou staveb a hmotných movitých věcí. Ovšem rentabilita těchto prostředků je o několik procent nižší než konkurenčních společností. Tato neefektivita využívání dostupných aktiv, ve stejné míře jako u společností s menším portfoliem aktiv, musí nutně znamenat vyšší investiční náročnost tržeb. *Autor pracuje s premisou, že oceňovaná společnost má v úmyslu investovat alespoň takovou adekvátní výši peněžních prostředků, aby mohla pokrýt odepisovaný majetek. Čili investice netto v této situaci nabývají nulové hodnoty.*

Při úpravě investiční náročnosti tržeb pro odhad budoucích investic brutto v letech 2019 až 2023, autor přihlížel ke dvěma podstatným informacím. První z nich je porovnání výše odpisů a investic v rámci čtyřletého období, stejně jako u konkurentů. Názornost těchto hodnot je zřejmá v tabulce *Porovnání investiční činnosti a odepisovaného majetku LLML a konkurence* jež je součástí *strategické analýzy*. Druhým informačním zdrojem je účetní závěrka společnosti LLML za rok 2018, kde jsou plánovány velmi konkrétní investice do rekonstrukcí pokojů, koupelen bazénů a jiných vybavení. Na základě těchto vyhodnocení autor odhaduje výši investic do staveb ve výši 6,7 % koeficientu investiční náročnosti tržeb. Pokud by tato výše tržeb nebyla v budoucnosti investována, podnik by nedosahoval objemem investic odepisované hodnotě tohoto majetku. Pro investice do softwaru jsou investice ponechány ve stejné výši a hmotné movité věci jsou pouze lehce sníženy o 0,84 % na hodnotu 2,5 % koeficientu investiční náročnosti tržeb. Tyto úpravy jsou provedeny v tabulce níže:

Tabulka 52: Predikce koeficientu náročnosti tržeb oceňovaného podniku (2019-2023)

Agregace majetku	Koeficient náročnosti tržeb let 2019–2023	Odhad investic brutto pro plán tržeb let 2019–2023 (tis. Kč)
DNM Software	0,03 %	1 397
Stavby	6,70 %	309 994
HMV	2,5 %	115 670
Celkem	9,23 %	427 061

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě koeficientů náročností pro jednotlivé agregované skupiny aktiv lze sestavit kompletní plán vývoje dlouhodobého majetku a naplánovat související investice a odpisy. Plán je sestaven dle jednotlivých skupin aktiv sestupně v rámci rozvahy společnosti.

Tabulka 53: Dlouhodobý nehmotný majetek oceň. podniku včetně odpisů a investic (tis. Kč)

Software	2019	2020	2021	2022	2023
Odpisy	355	215	0	0	0
Zůstatková hodnota	215	0	0	0	0
Investice brutto	1 397	0	0	0	0
Pořizovací hodnota	1 397	1 397	1 397	1 397	1 397
Odpisy (4 let)	0	466	466	466	466
Investice netto	1 042	-681	-466	-466	-466
Odpisy	355	681	466	466	0
Zůstatková hodnota	1 612	931	466	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování výpočtů a predikce

Tabulka 54: Dlouhodobý hmotný majetek oceň. podniku včetně odpisů a investic (tis. Kč)

Stavby	2019	2020	2021	2022	2023
Odpisy	58 064	58 064	58 064	58 064	58 064
Zůstatková hodnota	885 707	827 643	769 579	711 515	653 451
Investice brutto	59 818	60 879	62 159	63 184	63 954
Pořizovací hodnota	59 818	120 697	182 856	246 040	309 994
Odpisy (50 let)	0	1 196	2 414	3 657	4 921
Investice netto	1 754	1 619	1 681	1 463	969
Odpisy	58 064	59 260	60 478	61 721	62 985
Zůstatková hodnota	945 525	947 144	948 825	950 288	951 257

Zdroj: Vlastní zpracování výpočtů a predikce

Tabulka 55: Hmotné movité věci oceň. podniku včetně odpisů a investic (tis. Kč)

HMV	2019	2020	2021	2022	2023
Odpisy	21 361	21 361	2 335	0	0
Zůstatková hodnota	23 696	2 335	0	0	0
Investice brutto	22 147	25 654	22 654	22 654	22 561
Pořizovací hodnota	22 147	47 801	70 455	93 109	115 670
Odpisy (6 let)	0	3 691	7 967	11 743	15 518
Investice netto	786	602	12 352	10 912	7 043
Odpisy	21 361	25 052	10 302	11 743	15 518
Zůstatková hodnota	45 843	46 445	58 797	69 709	76 751

Zdroj: Vlastní zpracování výpočtů a predikce

Na závěr je kromě těchto tří položek aktiv potřebné uvést i zbylé provozní položky, jež nepodléhají odpisům a nejsou předmětem podnikových investic.

Tabulka 56: Zůstatková cena zbylých položky aktiv pro plán dlouhodobého majetku (tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023
Pozemky	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243
Jiný DL hmotný maj.	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354
Poskytnuté zálohy	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398
Nedokončený DL maj.	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán dlouhodobého majetku společnosti sestávající se z položek software, stavby, pozemky, hmotné movité věci a jejich soubory, jiný dlouhodobý hmotný majetek, poskytnuté zálohy a nedokončený dlouhodobý majetek je možné shrnout v jednotné tabulce. V té jsou vyobrazeny součtové řádky odpisů zůstatkových hodnot majetku a celkové investice brutto a netto do dlouhodobého majetku společnosti.

Tabulka 57: Souhrnné položky plánu DM oceňovaného podniku (tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023
Suma odpisů	79 780	84 597	70 919	73 673	78 782
Zůstatková hodnota DNM	494	489	629	699	699
Zůstatková hodnota DHM	1 124 764	1 126 979	1 141 152	1 153 597	1 161 609
Suma investic brutto do DM	82 244	86 812	85 092	86 117	86 794
Suma investic netto do DM	2 464	2 215	14 173	12 444	8 012
2019-2023 brutto investice					427 061
2019-2023 netto investice					39 309

Zdroj: Vlastní zpracování

Investiční činnost společnosti pro určení investiční hodnoty se velmi liší od tržního přístupu. Investor plánuje vysoké počáteční investice do rekonstrukcí portfolia lázeňských hotelů a jiných budov, včetně vybavení. Již zmíněná dlouhou dobu odepsaná aktiva společnosti LLML, v nichž se nachází účetně nevykazovaná hodnota v řádu desítek až stovek milionů korun, tímto krokem v budoucnu opět vstoupí do účetnictví podniku. Právě z důvodu vysokých investic autor zvolil pro ocenění společnosti desetiletou první fázi, kdy lze v průběhu let 2019 až 2024 sledovat vysokou rozšiřovací investiční aktivitu, následovanou postupným snižováním investic netto s odpovídajícím nárůstem tržeb, jež odpovídá opětovnému uvedení některých hotelů a zařízení do provozu. Predikce koeficientu náročnosti tržeb pak bude na rozdíl od tržní hodnoty vypadat následovně:

Tabulka 58: Predikce koeficientu náročnosti tržeb, investiční hodnota (2019-2028)

Agregace majetku	Koeficient náročnosti tržeb let 2019–2028	Odhad investic brutto pro plán tržeb let 2019–2028 (tis. Kč)
DNM Software	0,10 %	11 351
Stavby	12,00 %	1 362 114
HMV	4,50 %	510 793
Celkem	16,60 %	1 884 257

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledné tabulky s výší investic a odpisy jsou vloženy z důvodu desetileté predikce a jejího rozsahu v rámci příloh 15, 16, 17, 18 a 19.

5.6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

V této kapitole je možné již upravit korigovaný provozní výsledek hospodaření o výši daně a o výši odpisů. Po této úpravě lze porovnat tempo růstu KPVH za sledované období s růstem v první fázi. Tyto tempa lze porovnat i s vývojem konkrétní ziskové marže za jednotlivé roky.

Tabulka 59: Korigovaný provozní výsledek a zisková marže po odpisech a zdanění (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH před odpisy a daní	263 249	197 980	194 408	204 958	176 852
Výše odpisů	95 009	89 545	88 505	89 310	96 142
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
KPVH po odpisech a dani	136 274	87 832	85 781	93 675	65 375
Zisková marže po dani a odpisech	15,14 %	10,81 %	10,35 %	10,71 %	7,73 %
Průměrné tempo růstu KPVH	-16,78 %				
	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH před odpisy a daní	177 136	181 733	183 732	186 773	188 776
Výše odpisů	79 780	84 597	70 919	73 673	78 782
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
KPVH po odpisech a dani	78 858	78 680	91 378	91 611	89 095
Zisková marže po dani a odpisech	9,04 %	8,74 %	9,86 %	9,62 %	9,14 %
Průměrné tempo růstu KPVH	3,10 %				

Zdroj: Vlastní zpracování

KPVH jak je zřejmé se v predikovaném období let 2019 až 2023 bude držet pod průměrem dosavadního vývoje, ovšem nebude již docházet k poklesu. Zisková marže se tedy ustálí na průměrných devíti procentech což je dle autora odpovídající charakteru a hodnotám lázeňského trhu v České republice.

V této fázi je již možné z dříve vypočítaného provozně nutného investovaného kapitálu kalkulovat jeho obrat. Na základě výpočtu tohoto obratu provozně nutného investovaného kapitálu lze vynásobením ziskovou marží získat rentabilitu investovaného kapitálu.

Tabulka 60: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Prov. nutný inv. Kap.	1 299 248	1 260 222	1 229 005	1 206 597	1 224 615
Obrat provozně nutného prac. Kap.	X	0,63	0,66	0,71	0,70
Rentabilita investovaného kapitálu	X	6,76 %	6,81 %	7,62 %	5,42 %
	2019	2020	2021	2022	2023
Prov. nutný inv. Kap.	1 226 655	1 231 776	1 248 890	1 264 005	1 274 422
Obrat provozně nutného prac. Kap.	0,71	0,73	0,75	0,76	0,77
Rentabilita investovaného kapitálu	6,44 %	6,41 %	7,42 %	7,34 %	7,05 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Výpočty hodnot pro investiční hodnotu, jak KPVH a ziskové marže, tak výpočet rentability PN investovaného kapitálu jsou vloženy v rámci příloh 20 a 21.

6 Finanční plán

Po kapitole generátorů hodnoty je již možné naplánovat finanční výkazy společnosti pro celou první fázi ocenění. Budeme zde vycházet z dat kalkulovaných v rámci generátorů a zbylé položky budou predikovány separovaně. Finanční plán je potřebné v úplném úvodu doplnit o poslední generátor hodnoty a tím je financování společnosti do budoucna. Dále je potřebné vyřešit dividendovou politiku podniku, jelikož lze předpokládat, že kupující by nevolil stejnou strategii, jako stávající vlastníci společnosti. Výplata dividend nabízí podniku možnost snížení neprovozních peněžních prostředků a zvýšení své atraktivity u potenciálních investorů.

6.1 Plán financování

Plán financování je nutné sestavit z toho důvodu, že ocenění podniku je provedeno na bázi hodnoty market value čili tržní hodnoty. U té je předpokladem, že potenciální kupující bude využívat nenulovou výši úročeného cizího kapitálu.

Oceňovaný podnik vlastní k datu ocenění úročený cizí kapitál pouze ve formě závazků ke společníkům. Ty je nutné dle tržní hodnoty společnosti nahradit bankovním úvěrem, jinými slovy krátkodobými závazky k úvěrovým institucím. Níže lze nalézt tabulku zachycující vývoj úročeného cizího kapitálu oceňované společnosti.

Tabulka 61: Podíl úročeného cizího kapitálu na bilanční sumě

	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaná společnost – bil. suma	1 793 052	1 709 283	1 674 519	1 703 962	1 713 365
Závazky k úvěrovým institucím	48 249	47 031	50 531	25 540	0
Závazky k úvěrovým institucím	127 824	77 566	27 020	0	0
Závazky ke společníkům	0	5 142	7 222	5 849	3 548
Podíl úročeného CK na bil. sumě	9,8 %	7,6 %	5,1 %	1,8 %	0,2 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Za sledované období podíl úročeného kapitálu rapidně klesal téměř až k nule. Nulové zadlužení podniku není tržně výhodné a potenciální investor by při rozhodování o kapitálové struktuře, respektive zapojení cizího kapitálu velmi pravděpodobně volil agresivnější strategii. Při rozhodování o zapojení úvěru do financování podniku rozhodují pravděpodobně dva faktory. Prvním je výše úrokové míry, jinými slovy výše nákladových úroků a podobných nákladů, vztahujících se k tomuto úvěru. Druhým faktorem je přihlédnutí k obvyklé výši úročeného cizího kapitálu konkurentů a odvětví.

Nákladové úroky společnosti jsou kalkulovány ze závazků ke společníkům. Pro ověření, zda úroková míra byla nastavena v tržně obvyklé výši je proveden jednoduchý výpočet na základě poměru celkových úročených závazků a k nim náležícím nákladovým úrokům.

Tabulka 62: Zjednodušená kalkulace úrokové míry na základě poměru nákladových úroků

	2014	2015	2016	2017	2018
Závazky ke společníkům	0	5 142	7 222	5 849	3 548
Závazky k úvěrovým institucím (kr.)	48 249	47 031	50 531	25 540	0
Závazky k úvěrovým institucím (dl.)	127 824	77 566	27 020	0	0
Nákladové úroky a podobné náklady	5 557	4 038	2 750	1 496	445
Úroková sazba	3,16 %	3,11 %	3,24 %	4,77 %	12,54 %

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní zpracování

Jak zachycuje předchozí tabulka, výše nákladových úroků byla za první tři roky poměrně obvyklá, ovšem rok 2017 a především rok 2018 kdy již byly bankovní úvěry splaceny a úročený cizí kapitál tvořila jen půjčka od společníků, úroková sazba vzrostla na mnohem vyšší hodnotu. Autor si je vědom faktu, že tento propočet je orientační a je potřebné v tomto bodě říci, že takového historické údaje o nákladech cizího kapitálu není možné přijmout pro kalkulaci financování v první fázi ocenění.

6.1.1 Náklady cizího kapitálu

Pro výpočet nákladů cizího kapitálu je vhodné využít takového propočtu, kdy jsou náklady stanoveny jako součet bezrizikové výnosové míry dané země (pokud společnost podniká pouze v ČR tak České republiky) a rizikové přírážky pro konkrétní podnik. V případě správné kalkulace by společnost měla být schopna těchto nákladů cizího kapitálu dosáhnout.

Bezrizikovou výnosovou míru je pro české prostředí možno stanovit na základě swapových úrokových měr. Ty jsou převedeny na míry spotové a dále na termínové. Bezriziková výnosová míra tedy bude pro každý rok první fáze odlišná a bezriziková míra pro druhou fázi je počítána jako geometrický průměr nejdelší známé časové řady. Potřebné údaje jsou převzaty na Institutu oceňování majetku při VŠE v Praze, kde autor Ing. Michal Dvořák, Ph.D. poskytuje excelový soubor¹¹ pro účely výpočtu bezrizikové výnosnosti.

Riziková přírážka je kalkulována na základě konkrétního ratingu výše úrokového krytí, kdy se předpokládá, že čím vyšší koeficient ÚK, tím je menší rizikovost nesplacení podniku a riziková přírážka společnosti klesá. Konkrétní ratingové skupiny zveřejňuje pro každý rok profesor

¹¹ https://iom.vse.cz/wp-content/uploads/page/481/Swap_Implied_RF.xlsx

Damodaran (USA – Stern School of Business). Konkrétní tabulka s rozdělením ratingových skupin úrokového krytí je vložena v rámci přílohy 22.

Výše uvedený postup výpočtu bezrizikové výnosnosti a rizikové přírážky podniku je uveden v tabulce níže.

Tabulka 63: Výpočet nákladů cizího kapitálu pro společnost LLML, tržní hodnota (tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	PH
Bilanční suma	1 760 436	1 807 894	1 858 537	1 911 111	1 965 434	---
EBIT	83 858	82 320	97 004	95 609	90 578	---
Úrokové krytí	839,6	79,3	51,5	34,6	24,9	---
Rating	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	---
Riziková přírážka podniku	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %
Bezriziková výnosová míra ČR	2,07 %	1,97 %	1,78 %	1,69 %	1,62 %	1,66 %
Náklady cizího kapitálu	2,82 %	2,72 %	2,53 %	2,44 %	2,37 %	2,41 %
Nákladové úroky	100	1 039	1 883	2 763	3 644	---

Zdroj: Vlastní zpracování

Vzhledem k faktu, že podnik bude oceněn na tržní a investiční bázi hodnoty, autor počítá s postupným zadlužováním podniku. Pohled běžného tržního kupujícího a konkrétního investora se může velmi lišit. Proto je výše zadlužení predikována pouze pro tržní bázi hodnoty v odlišné výši od investiční hodnoty.

Výše zadlužení je predikováno pro tržní hodnotu lineárním růstem na hodnotu 10 % v roce 2023, a to z celkové účetní bilanční sumy podniku. Zadlužení je voleno i z důvodu zavedení intenzivní dividendové politiky v rámci následující kapitoly.

Tabulka 64: Opětovné zadlužení dle potřeb tržního přístupu ocenění, tržní hodnota

	2014	2015	2016	2017	2018
Úročený cizí kapitál	176 073	129 739	84 773	31 389	3 548
Poměr k úč. bilanční sumě	9,82 %	7,59 %	5,06 %	1,84 %	0,21 %
Nový úročený cizí kapitál	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Nákladové úroky	5557	4038	2750	1496	445
	2019	2020	2021	2022	2023
Úročený cizí kapitál	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Poměr k úč. bilanční sumě	2,17 %	4,12 %	6,08 %	8,04 %	10,0 %
Nový úročený cizí kapitál	38 125	74 562	113 052	153 680	196 543
Nákladové úroky	100	1039	1883	2763	3644

Zdroj: Vlastní zpracování

Zadlužení pro investiční hodnotu je plánováno dle investora ve vyšším objemu, a to především z důvodu velmi aktivní investiční politiky. Výpočet nákladů cizího kapitálu pro investiční hodnotu, včetně predikované výše zadlužení je vložen v rámci příloh 23 a 24. Zadlužení investor k roku 2028 plánuje ve výši 19 % účetní bilanční sumy. K tomuto zadlužení bude podnik konvergovat v rámci celé desetileté první fáze, a to dle investičních potřeb.

6.2 Nová dividendová politika

Oceňovaná společnost za sledované období let 2014 až 2018 nevyplácela dividendy. Pro účely ocenění společnosti lze očekávat, že potenciální kupující bude využívat v budoucnu určité výplaty dividend. Při rozhodování o výši tohoto výplatního poměru je vhodné nahlédnout do výkazů konkurenčních společností a zjistit, zda a jaká výše dividend je pro odvětví obvyklá.

Dle dat profesora Damodarana pro evropské odvětví *Hotel/gaming* se výše výplaty dividend pohybuje okolo hodnoty 50 %. Vzhledem k tomu že podnik vykazuje v rámci nerozděleného zisku minulých let 961 milionů Kč, a disponuje značným objemem neprovozních peněžních prostředků, je výše dividend pro následující roky stanovena ve výši 90 %. Toto číslo se může zdát jako vysoké, ovšem z důvodu kumulace zisku v podniku a přijetí nových úvěrů je tato jistě velmi atraktivní dividend pro budoucí vlastníky vhodná. (Autor při kalkulaci dividendové politiky zvažoval i možnost výplaty jednorázové mimořádné dividendy, ovšem z důvodu, že v České republice k tomuto kroku přistupuje stále jen naprosté minimum podniků, je od této výplaty ustoupeno.)

Tabulka 65: Výplatní poměr a výše dividend oceňovaného podniku, tržní hodnota (tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023
Výsledek hospodaření za účetní období	76 168	75 229	87 243	86 764	83 533
Výplata dividend aktuálního roku	68 551	67 706	78 519	78 087	75 180
Výplatní poměr dividendy	90 %	90 %	90 %	90 %	90 %
Příděl do nerozděleného zisku minulých let	7 617	7 523	8 724	8 676	8 353

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro investiční hodnotu není plánována výplata dividend, jelikož investor plánuje veškeré generované volné cash flow zpátky reinvestovat do růstu společnosti. Rozsáhlé rekonstrukce budov a vybavení jsou velmi kapitálově náročné a jsou financovány ze zvýšení krátkodobých bankovních úvěrů a z provozního zisku společnosti.

6.3 Plán výkazu zisků a ztrát

Plán výkazu je převzat z predikovaných údajů v kapitole generátorů hodnoty. Je sestaven ve formě rozlišení výsledku z provozní a neprovozní činnosti, přičemž sazba daně je stanovena ve výši 19 % a neočekává se její budoucí změna.

Tabulka 66: Plán výkazu zisků a ztrát, tržní hodnota (tis. Kč)

Hlavní provoz společnosti	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby z prodeje výrobků a služeb	872 721	900 158	926 789	951 828	975 286
Výkonová spotřeba	342 923	353 704	364 168	374 007	383 225
Osobní náklady	290 730	303 666	316 559	329 126	341 350
Ostatní provozní výnosy	3 941	4 064	4 185	4 298	4 404
Ostatní provozní náklady	65 873	65 119	66 514	66 220	66 339
KPVH před odpisy a daněmi	177 136	181 733	183 732	186 773	188 776
Odpisy DM	79 780	84 597	70 919	73 673	78 782
Provozní výsledek hospodaření (KPVH)	97 356	97 136	112 812	113 100	109 993

VH z provozně nepotřebných aktiv					
Tržby z prodaného DM	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého FM	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248
Výnosové úroky a podobné výnosy	99	99	99	99	99
Ostatní finanční výnosy	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912
Ostatní finanční náklady	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481
VH z neprovozního majetku	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222

Náklady na cizí kapitál					
Nákladové úroky	100	1 039	1 883	2 763	3 644

Celkový výsledek hospodaření před daní	94 034	92 875	107 707	107 116	103 127
Daň z příjmu	17 866	17 646	20 464	20 352	19 594
Výsledek hospodaření za účetní období	76 168	75 229	87 243	86 764	83 533
Výplata dividend minulého roku	68 551	67 706	78 519	78 087	75 180
Výplatní poměr dividendy	90 %	90 %	90 %	90 %	90 %
Příděl do nerozděleného zisku minulých let	7 617	7 523	8 724	8 676	8 353

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán výkazu zisku a ztrát je pro investiční hodnotu vložen v rámci přílohy 25.

6.4 Plán výkazu peněžních toků (cash flow)

V rámci výkazu peněžních toků jsou dopočteny neprovozní peněžní prostředky společnosti. Struktura výkazu je upravena z původní podoby do struktury vyhovující účelům ocenění.

Tabulka 67: Plán výkazu cash flow, tržní hodnota (tis. Kč)

Stav neprovozních PP na začátku roku	80 326	120 973	159 806	190 046	224 305
CF z hlavního provozu	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH před daní	97 356	97 136	112 812	113 100	109 993
Daň z KPVH	18 498	18 456	21 434	21 489	20 899
KPVH po daní	78 858	78 680	91 378	91 611	89 095
Odpisy	79 780	84 597	70 919	73 673	78 782
Změna rezerv	0	0	0	0	0
Změna PK provozně nutného	-918	2 911	2 801	2 602	2 404
Provozní CF	159 556	160 366	159 496	162 683	165 472
investice do DM brutto (provozně nutného)	82 244	86 812	85 092	86 117	86 794
CF z provozně nutného majetku	77 311	73 553	74 404	76 565	78 678
CF z neprovozního majetku					
Příjmy z prodeje DM a materiálu	0	0	0	0	0
ZC prodaného DM a materiálu	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého FM	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248
Výnosové úroky a podobné výnosy	99	99	99	99	99
Ostatní finanční výnosy	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912
Ostatní finanční náklady	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481
CF z neprovozního majetku	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222
Náklady na cizí kapitál, daň financování					
Nákladové úroky	100	1 039	1 883	2 763	3 644
Diference mezi celkovou daní a daní z KPVH	631	810	970	1 137	1 305
ZS krátkodobých závazků k úvěrovým institucím	34 577	36 437	38 490	40 629	42 863
Externí změny vlastního kapitálu	0	0	0	0	0
Výplata dividend	68 551	67 706	78 519	78 087	75 180
CF z finanční činnosti	-33 442	-31 498	-40 942	-39 084	-34 656
CF celkové	40 647	38 833	30 240	34 259	40 800
Stav neprovozních PP na konci roku	120 973	159 806	190 046	224 305	265 105

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán výkazu cash flow je pro investiční hodnotu vložen v rámci přílohy 26.

6.5 Plán rozvahy

Sestavená rozvaha vychází jak z výkazu zisku a ztráty tak z výkazu cash flow. Zbylé položky jsou predikovány v rámci generátorů hodnoty. Neprovozní peníze byly do rozvahy přičteny z výkazu cash flow, VH běžného období z výkazu zisků a ztrát a zbylé položky ponechány ve výši posledního roku.

Tabulka 68: Plán rozvahy – Aktiva, tržní hodnota (tis. Kč)

tis. Kč	2019	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	1 760 436	1 807 894	1 858 537	1 911 111	1 965 434
Stálá aktiva	1 436 820	1 439 035	1 453 208	1 465 653	1 473 665
Dlouhodobý nehmotný majetek	494	489	629	699	699
Software	494	489	629	699	699
Dlouhodobý hmotný majetek	1 124 270	1 126 490	1 140 524	1 152 898	1 160 910
Pozemky	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243
Stavby	945 525	947 144	948 825	950 288	951 257
Hmotné movité věci a jejich soubory	45 843	46 445	58 797	69 709	76 751
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354
Poskytnuté zálohy na DHM	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398
Nedokončený DHM	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907
Dlouhodobý finanční majetek	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056
Podíly – podstatný vliv	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056
Oběžná aktiva	298 389	344 412	381 778	422 933	470 393
Zásoby	11 958	12 333	12 697	13 040	13 360
Materiál	10 494	10 584	10 650	10 685	10 688
Zboží	1 464	1 749	2 047	2 355	2 672
Pohledávky	24 599	26 205	27 843	29 488	31 135
Dlouhodobé pohledávky	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010
Krátkodobé pohledávky	22 589	24 195	25 833	27 478	29 125
Pohledávky z obchodních vztahů	15 564	16 356	17 151	17 934	18 704
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 553	2 838	3 133	3 434	3 741
Jiné pohledávky	4 473	5 001	5 549	6 109	6 680
Peněžní prostředky	261 832	305 873	341 237	380 406	425 898
provozně potřebné PP	140 859	146 067	151 192	156 101	160 794
provozně nepotřebné PP	120 973	159 806	190 046	224 305	265 105
Časové rozlišení aktiv	25 226	24 447	23 551	22 525	21 376

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán aktiv je pro investiční hodnotu vložen v rámci přílohy 27.

Tabulka 69: Plán rozvahy – Pasiva, tržní hodnota (tis. Kč)

tis. Kč	2019	2020	2021	2022	2023
PASIVA CELKEM	1 760 436	1 807 894	1 858 537	1 911 111	1 965 434
Vlastní kapitál	1 575 966	1 583 489	1 592 213	1 600 889	1 609 243
Základní kapitál	422 756	422 756	422 756	422 756	422 756
Ážio a kapitálové fondy	53 646	53 646	53 646	53 646	53 646
Fondy ze zisku	86 724	86 724	86 724	86 724	86 724
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	936 672	945 134	941 844	951 000	962 584
VH běžného účetního období (+/-)	76 168	75 229	87 243	86 764	83 533
Cizí zdroje	179 139	219 049	260 955	304 856	350 848
Rezervy	17 365	17 365	17 365	17 365	17 365
Závazky	161 774	201 684	243 590	287 491	333 483
Dlouhodobé závazky	29 744	29 744	29 744	29 744	29 744
Krátkodobé závazky	132 030	171 940	213 846	257 747	303 739
Závazky k úvěrovým institucím	38 125	74 562	113 052	153 680	196 543
Krátkodobé přijaté zálohy	21 314	22 346	23 378	24 392	25 384
Závazky z obchodních vztahů	30 275	30 973	31 627	32 213	32 732
Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	16 037	16 722	17 402	18 063	18 704
Závazky ze soc. zab. a zdrav. poj.	8 663	9 168	9 678	10 185	10 688
Stát – daňové závazky a dotace	5 234	5 399	5 558	5 709	5 849
Dohadné účty pasivní	12 382	12 771	13 149	13 505	13 837
Časové rozlišení pasiv	5 330	5 357	5 369	5 365	5 344

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán pasiv je pro investiční hodnotu vložen v rámci přílohy 28.

6.6 Finanční analýza plánu

Závěr kapitoly finančního plánu je věnován jeho finanční analýze. Ta již nedosahuje téže hloubky, jako finanční analýza podniku v letech 2014 až 2018 a je stručnější.

Tabulka 70: Vybrané poměrové ukazatele finančního plánu, tržní hodnota

	2019	2020	2021	2022	2023
Okamžitá likvidita	1,98	1,78	1,60	1,48	1,40
Pohotová likvidita	2,17	1,93	1,73	1,59	1,50
Běžná likvidita	2,26	2,00	1,79	1,64	1,55
ROE	4,83 %	4,75 %	5,48 %	5,42 %	5,19 %
ROA	4,33 %	4,16 %	4,69 %	4,54 %	4,25 %
Rentabilita invest. Kap.	6,21 %	6,24 %	7,30 %	7,26 %	7,02 %
Celková zadluženost	10,18 %	12,12 %	14,04 %	15,95 %	17,85 %
Dlouhodobé krytí stálých aktiv	1,12	1,12	1,12	1,11	1,11
Úrokové krytí	839,62	76,37	49,68	33,19	23,85
Doba obratu majetku (dnů)	736	733	732	733	736

Zdroj: Vlastní zpracování

Poměrové ukazatele likvidity poklesly od roku 2018 zpět k nižším hodnotám. Tento trend je pozitivní a při zachování stále dostačující likviditní hladiny podnik zvýšil své krátkodobé závazky u opět využívaného úročeného cizího kapitálu.

Rentabilita společnosti je stále nízká a může znamenat obtíže při zvýšení nákladovosti podnikání, či snížení tržeb. Manévrovací prostor společnosti při tvorbě hodnoty (rentabilita IK nad náklady kapitálu) se může stát velmi malým.

Zadluženost vzrostla z důvodu přijmutí nových krátkodobých bankovních úvěrů. V porovnání s výší zadlužení konkurence oceňovaný podnik i tak stále využívá velmi nízkou úroveň cizího kapitálu. Ukazatel úrokového krytí zaznamenal snížení, a to právě z důvodu nárůstu nákladových úroků vztahujícím se k novým úvěrům. Jeho výše je ovšem stále velmi vysoká a nehrozí jakékoli problémy s nemožností splácení.

Ostatní hodnoty jsou téměř neměnné a jejich změna oproti období let 2014 až 2018 je minimální.

Provedení finanční analýzy plánu pro investiční hodnotu je vloženo v rámci *přílohy 29*. Je viditelné zhoršení mnoha ukazatelů v polovině první fáze ocenění, a to z důvodu vysokých investic a zvýšení zadlužení. Trend je od poloviny první fáze pozitivní a v roce 2028 jsou již hodnoty velmi uspokojivé.

7 Ocenění společnosti LLML

Závěrečná kapitola práce je věnována samotnému ocenění společnosti LLML. Ocenění vychází ze všech předchozích analýz a je hlavním cílem této práce. Kostru ocenění tvoří výnosové ocenění na tržní bázi hodnoty. To je doplněno o změny v rámci kalkulace investiční hodnoty, kupříkladu propočet nákladů kapitálu stavebnicovou metodou. Investiční ocenění je sestaveno pro konkrétního investora a jeho modelové očekávání Autor tímto opouští od pojetí tržního ocenění s vyhotovením ve třech scénářích vývoje (pesimistický, střední a optimistický scénář), s vědomím, že tržní báze hodnoty je běžně více směřována k intervalovému odhadu nežli bodovému.

Datum ocenění je provedeno k datu 1.1.2019 a na základě očekávaného zadlužení společnosti je podnik oceněn metodou DCF entity, nikoli metodou pro nezadlužený podnik equity. Toto výsledné hodnocení bude porovnáno jak s výnosovým investičním oceněním a metodou tržního porovnání, tak s účetní hodnotou společnosti.

7.1 Ocenění podniku metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) entity

Výnosové ocenění metodou DCF je provedeno dvakrát, a to dle specifik jednotlivýchází hodnoty. Tržní báze hodnoty vychází z tržních očekávání a diskontní míra je kalkulována s jiným přístupem a metodologií, nežli je tomu pro autorem zvoleného konkrétního kupujícího v rámci investiční báze hodnoty.

7.1.1 Diskontní míra pro DCF entity (tržní báze)

Diskontní míra je pro vlastníky a věřitele na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. Kalkulace WACC vychází ze vzorce:

$$WACC = n_{ck} * (1-d) * (CK/K) + n_{vk} * (VK/K)$$

kde,

n_{ck}	=	náklady cizího kapitálu
d	=	sazba daně z příjmu oceňované společnosti
CK	=	úročený cizí kapitál oceňované společnosti (v tržních hodnotách)
n_{vk}	=	náklady na VK zadlužené (očekávaná výnosnost zadlužené společnosti)
VK	=	hodnota vlastního kapitálu (v tržní hodnotě)
K	=	Tržní hodnota investovaného kapitálu ($CK + VK = K$)

Výpočet WACC je proveden na základě iteračního postupu, a to z důvodu správného dosazení tržních hodnot cizího a vlastního kapitálu. Sktruktura kapitálu je tedy po výpočtu hodnoty podniku dosazena do počáteční kapitálové struktury. Počet iterativních cyklů byl omezen na sto.

7.1.1.1 Náklady cizího kapitálu (tržní hodnota)

Náklady na cizí kapitál jsou součástí finančního plánu a jejich konkrétní výpočet je uveden v tabulce 63: *Výpočet nákladů cizího kapitálu pro společnost LLML, tržní hodnota*. Pro přehlednost je zde uvedena pouze zjednodušená tabulka jejich vývoje.

Tabulka 71: Náklady cizího kapitálu rekapitulace

	2019	2020	2021	2022	2023	PH
Náklady cizího kapitálu	2,82 %	2,72 %	2,53 %	2,44 %	2,37 %	2,41 %

Zdroj: Vlastní zpracování

7.1.1.2 Náklady vlastního kapitálu (nezadlužené)

Pro tržní kategorii hodnoty je nejvyužívanějším způsobem zjištění nákladů na vlastní kapitál model oceňování kapitálových aktiv. Model CAPM má několik podob a drobných modifikací, autor zvolil modifikaci s upravenou rizikovou premií země pro Českou republiku.

Model CAPM je následně kalkulován ve tvaru:

$$N_{VK(n)} = r_f(\text{ČR}) + \beta_n * RPT + RP_{(\text{ČR, upravená})}$$

kde,

$N_{VK(n)}$ = Ne zadlužené náklady vlastního kapitálu (odhad)

r_f = bezriziková výnosová míra ČR (kalkulováno z úrokových swapů u výpočtu n_{ck})

β_n = nezadlužená beta (Damodaran – odvětví *Hotel* za EU) upravená o peníze

RPT = riziková premie kapitálového trhu

$RP_{\text{ČR}}$ = riziková premie ČR

Pro takto sestavený vzorec je již možné dopočítat jednotlivé proměnné.

Bezriziková výnosová míra pro Českou republiku – r_f

Bezriziková výnosová míra pro českou republiku je kalkulována v rámci nákladů cizího kapitálu na základě spotových měr z úrokových swapů. Tyto spotové míry jsou přepočítány na implicitní termínové úrokové míry. Postup výpočtu je k nalezení v kapitole 6.1.1, součástí této kapitoly jsou již pouze tabulky s konkrétními hodnotami pro všechny roky první fáze.

Tabulka 72: Termínové úrokové míry využívané pro výpočet bezrizikové výnosnosti n_{ck} a $n_{vk(n)}$

	2019	2020	2021	2022	2023	PH
Období	1	2	3	4	5	---
Spotové míry	2,07 %	2,02 %	1,94 %	1,88 %	1,83 %	---
Termínové míry	2,07 %	1,97 %	1,78 %	1,69 %	1,62 %	1,66 %

Zdroj: Ing. Michal Dvořák, Ph.D. - Rf z úrokových swapů, vlastní zpracování

Pro období druhé fáze již není využita termínová míra jednoho roku ale geometrický průměr let 2024 až 2038, což je nejdelší známé období pro úrokové swapy s výsledkem **1,66 %**.

Koeficient beta – β_n

Je převzat z databáze profesora Damodarana (*Levered and Unlevered Betas by Industry 2018*) pro odvětví **Hotel**. Koeficient „unlevered beta corrected for cash“, čili nezadlužená beta upravená o peníze je k datu ocenění uváděn pro evropské společnosti ve výši **0,71**. Beta vyjadřuje rozdíl rizika konkrétní skupiny podniků, v tomto případě dané aplikace oceňovaného podniku a rizikovosti kapitálového trhu.

Riziková prémie trhu

Stejně jako pro koeficient beta, profesor Damodaran nabízí ve svých datových souborech podklady i pro stanovení rizikové prémie trhu. Ta je počítána pro maximální délku období, v tomto případě stáří dat se jedná o počátek období v roce 1928. Výpočet je proveden jako každoroční vyhodnocení rozdílu mezi výnosností akciového trhu a výnosností 10 amerických státních bondů (dluhopisů). Tento rozdíl je zachycen jednou hodnotou za pomoci geometrického průměru této časové řady. Hodnota k datu ocenění je **4,66 %**.

Riziková prémie konkrétní země (ČR)

Náklady vlastního kapitálu jsou počítány z údajů relevantních pro Českou republiku, pomineme-li rizikovou premii trhu která vychází z nejvyspělejšího světového trhu, jakým je stále ten americký. Abychom mohli náklady kapitálu vypočítat pro Česko, rizikovou premii počítáme dle následujícího vzorce:

$$RPZ_{\text{upravená}} = \text{Riziko selhání země} * \left(\frac{\text{Volatilita trhu akcií}}{\text{Volatilita vládních sluhopisů}} - 1 \right)$$

kde, $RPZ_{\text{upravená}}$ představuje modifikovaný výpočet navržený od (T. Buus 2003). Tento výpočet je použitelný za předpokladu že bezriziková výnosová míra byla použita za Českou republiku, což přepočtení úrokových swapů na implicitní termínové úrokové míry splňuje.

Riziko selhání země je stanoveno ve výši **0,98 %** a to na základě výpočtu profesora Damodarana, který riziko selhání země kalkuluje na základě ratingu agentury Moody's. Česká republika má k datu ocenění rating A1. Poměr volatility akciového trhu a státních dluhopisů vychází dle IOM při VŠE dlouhodobě na hodnotě **2,8**. (Mařík a kol. 2018 str. 261)

Po dosazení známých proměnných do vzorce riziková premie země pro Českou republiku vychází **1,76 %**.

S přihlédnutím k faktu, že autor zpracovává výnosové ocenění ve dvou provedeních (tržní a investiční hodnota) s vysokým důrazem na kategorii hodnoty, nejsou žádné další přírážky k nákladům vlastního kapitálu aplikovány. Autor nepovažuje jakékoli takto rozsáhlé přírážky za „empiricky tržní“ přístup a upouští od nich. Pokud oceňovací teorie dává oceňovateli možnost využití takto rozsáhlých přírážek jako nástroje pro konkretizaci nákladů vlastního kapitálu pro daný podnik a jeho finanční situaci, mělo by se využití tohoto postupu zakládat na propracované analýze. V praxi bohužel lze sledovat opačný trend. Znalci a odhadci se po desítkách stran analýz a propočtů dostanou k finálnímu ocenění podniku a kalkulaci diskontní míry, ovšem veškeré předchozí snahy o korektnost a opodstatněnost odhadů a výpočtů završí dejme tomu čtyřprocentní přírážkou k nákladům vlastního kapitálu. Tuto přírážku odůvodní v rámci jednoho odstavce a již se kalkulací či podrobným vysvětlením její výše nijak nezaobírají. Z jakého důvodu využijí přírážku 2 %, či 2,5 % nebo 4 % není mnohdy vůbec podloženo. Konkrétní procento jednoduše považují pro daný podnik za „správné“ a pokračují v ocenění vesele dál.

Nyní je již možné kalkulovat náklady vlastního kapitálu (nezadlužené) pro oceňovaný podnik, přičemž následující tabulka zachycuje všechny vypočítané proměnné.

Tabulka 73: Náklady vlastního kapitálu (nezadlužené)

	2019	2020	2021	2022	2023	PH
Rf – Bezriziková výnosová míra	2,07 %	1,97 %	1,78 %	1,69 %	1,62 %	1,66 %
Nezadlužená tržní beta (kategorie <i>Hotel</i>)	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Riziková premie trhu (USA)	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %	4,66 %
Riziková premie země (ČR)	1,76 %	1,76 %	1,76 %	1,76 %	1,76 %	1,76 %
Ostatní přírážky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
n_{VK} (n)	7,14 %	7,05 %	6,85 %	6,77 %	6,69 %	6,73 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Po propočtu jednotlivých nákladů vlastního kapitálu je možné kalkulovat jejich výši při zadlužení.

7.1.1.3 Náklady vlastního kapitálu (zadlužené)

Zadlužení nákladů vlastního kapitálu je dosaženo využitím reagenčních funkcí. Jelikož autor pracuje se zvyšujícím se zadlužením podniku, je nutné využít nikoli reagenční funkci Millera a Modiglianiho, ovšem reagenční funkci autonomní finanční strategie podniku.

Pracujeme s tím předpokladem, že podniková výše dluhů a daňových úspor je v rámci první fáze predikovatelná a v budoucnu opravdu nastane. Ve druhé fázi již lze považovat kapitálovou strukturu za stabilní a daňové úspory nejsou do budoucna jisté. Propočet z nezadlužených nákladů vlastního kapitálu na zadlužené je součástí vyladování kapitálové struktury oceňovaného podniku. Reagenční funkce, které autor zvolil pro výpočet zadlužených nákladů vlastního kapitálu jsou následující:

Funkce pro 1. fázi:

$$n_{vk(z)} = n_{vk} + (n_{vk(n)} - n_{ck}) \times \frac{CK_{t-1} - DS_{t-1}}{VK_{t-1}}$$

Funkce pro pokračující hodnotu:

$$n_{vk(z)} = n_{vk} + (n_{vk(n)} - n_{ck}) \times \frac{CK}{VK} \times \left(1 - d \times \frac{n_{ck}}{1 + n_{ck}}\right)$$

kde,

$n_{vk(z)}$	=	náklady vlastního kapitálu (zadlužené)
$n_{vk(n)}$	=	náklady vlastního kapitálu (nezadlužené)
n_{ck}	=	náklady cizího kapitálu
CK_{t-1}, VK_{t-1}	=	cizí a vlastní kapitál k počátku roku (v tržních hodnotách)
DS_{t-1}	=	řada daňových štítů k počátku roku (současná hodnota)

Náklady vlastního kapitálu po dosažení hodnot cizího a vlastního kapitálu v tržních hodnotách a propočtu přes výše uvedené reagenční funkce nabývají těchto hodnot. Součástí tabulky je i propočet daňových štítů.

Tabulka 74: Výpočet zadlužených nákladů vlastního kapitálu

	2019	2020	2021	2022	2023	PH
$n_{vk(z)}$	7,15 %	7,16 %	7,07 %	7,11 %	7,16 %	6,75 %
SH štítů k 1.1.2019	18,4	186,4	328,9	469,7	603,2	
SH daň štítů pro 1 fázi	1 606,7					

Zdroj: Vlastní zpracování

7.1.1.4 Kalkulace průměrných vážených nákladů kapitálu WACC

Na základě vzorce uvedeného v předchozí části propočtu diskontní míry jsou vypočtené hodnoty dosazeny do vzorce. Výpočet je proveden již iteračním cyklem a hodnoty kapitálové struktury již vycházejí z tržních nikoli účetních podnikových hodnot. Následující tabulka zachycuje všechny potřebné proměnné k výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu, které slouží jako diskontní míra pro časovou řadu volných peněžních toků, pro ocenění entity (FCFF).

Tabulka 75: Průměrné vážené náklady kapitálu WACC

	2019	2020	2021	2022	2023	PH
CK/K v tržní hodnotě	0,24 %	2,57 %	4,93 %	7,33 %	9,79 %	12,33 %
VK/K	99,76 %	97,43 %	95,07 %	92,67 %	90,21 %	87,67 %
nVK(zadlužené)	7,15 %	7,16 %	7,07 %	7,11 %	7,16 %	6,75 %
nCK po dani	2,28 %	2,21 %	2,05 %	1,98 %	1,92 %	1,95 %
WACC	7,14 %	7,03 %	6,82 %	6,73 %	6,65 %	6,16 %

Zdroj: Vlastní zpracování

7.1.2 Náklady vlastního kapitálu, stavebnicová metoda (investiční báze)

Pro investiční hodnotu je nutné kalkulovat náklady vlastního kapitálu odlišným způsobem, nežli je tomu u tržní hodnoty. Nejsou využity tržní rizikové přírážky, namísto tohoto postupu jsou náklady vlastního kapitálu sestaveny na základě řady dílčích rizikových přírážek na základě širokého spektra hodnocení rizik podniku. Jedná se jak o finanční, tak o obchodní dílčí rizika.

Nejprve je potřebné kalkulovat konstantu a , jež je součástí koeficientu rizikové přírážky. Vyjádření vzorcem je následovné:

$$a = \sqrt{x \frac{n_{VK \max}}{r_f}}$$

kde,

a – koeficient

x – stupeň rizika

$n_{VK \max}$ – nejvyšší hodnota možných nákladů VK

r_f – bezriziková míra výnosnosti

V tomto případě výpočtu je bezriziková výnosová míra totožná s tržním oceněním a nabývá hodnoty **1,69 %**, což je kalkulováno jako geometrický průměr dvacetileté řady swapových termínových úrokových měr.

Maximální hodnota nákladů vlastního kapitálu je stanovena ve výši 35 %, což představuje pravděpodobnou nejvyšší hodnotu stanovenou investorem.

Koeficient a pak nabývá hodnoty: $\left(\frac{35,00\%}{1,69\%}\right)^{\frac{1}{4}} = 2,132$

Hodnota $\frac{1}{4}$ je stanovena na základě čtyř stupňů rizika.

V rámci stavebnicové metody je hodnoceno 32 faktorů rizika v sedmi kategoriích. Šest kategorií v rámci obchodního rizika a samostatné finanční riziko. Následující tabulka zachycuje propočet rizikové přírážky čtyřem stupňům rizika.

Tabulka 76: Kalkulace rizikové přírážky pro jednotlivé stupně rizika

X - stupeň rizika	a^x	$z (= a^x - 1)$	RP pro 1 faktor $(= z \cdot r_f/n)$
1 Nízké riziko	2,132	1,132	0,050 %
2 Přiměřené riziko	4,545	3,545	0,157 %
3 Zvýšené riziko	9,688	8,688	0,384 %
4 Vysoké riziko	20,653	19,653	0,870 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Faktory jsou uspořádány dle publikace prof. Maříka¹² a to následujícím způsobem:

1. Obchodní rizika

A. Rizika na úrovni oboru

- a) dynamika oboru,
- b) závislost oboru na hospodářském cyklu,
- c) potenciál inovací v oboru,
- d) určování trendů v oboru,

B. Rizika na úrovni trhu, kde podnik působí

- a) kapacita trhu, možnosti expanze,
- b) riziko dosažení tržeb,
- c) cílové trhy,

C. Rizika z konkurence

- a) konkurence,
- b) konkurenceschopnost zboží,
- c) ceny,
- d) kvalita a její řízení,
- e) výzkum a vývoj,
- f) reklama a propagace,
- g) distribuce a servis,

D. Management

- a) vize, strategie,
- b) klíčové osobnosti,
- c) organizační struktura,

¹² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

E. Výrobní proces

- a) struktura výrobků,
- b) technologické možnosti výroby,
- c) pracovní síla,
- d) dodavatelé,

F. Ostatní faktory provozních ziskových marží

- a) úroveň fixních nákladů,
- b) postavení podniku vůči odběratelům,
- c) postavení podniku vůči dodavatelům,
- d) bariéry vstupu do odvětví,

2. Faktory rizika financování

- úročený cizí kapitál / vlastní kapitál
- krytí úroků – EBIT / placené úroky
- krytí splátek úvěrů z cash flow – EBITDA / (splátky úvěrů + leasingové splátky)
- podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech
- běžná a rychlá (okamžitá) likvidita
- průměrná doba inkasa pohledávek
- průměrná doba držení zásob

Poměr kritérií obchodního rizika k finančnímu riziku je 25:7. Hodnocení jednotlivých faktorů je provedeno v rámci jednotlivých tabulek s komentářem autora.

Z hlediska rizika oboru lze obor (odvětví) společnosti LLML považovat za velmi stabilní s mírnou závislostí na hospodářském cyklu, ovšem jak je patrné z finanční analýzy, počet návštěvníků se za více než desetileté sledované období téměř nezměnil. Lázeňství je standardním oborem s minimem technologických změn a oceňovaná společnost patří mezi tři největší lídry tohoto trhu.

Tabulka 77: Ohodnocení faktorů rizik oboru pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota

I. Rizika oboru	RP (=z . r _i /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,050 %	3	1	3	0,150 %
Přiměřené	0,157 %	1	1	1	0,157 %
Zvýšené	0,384 %		1	0	0,000 %
Vysoké	0,870 %		1	0	0,000 %
Součet		4		4	0,307 %

Zdroj: Postup propočtu z Mařík (2018), vlastní zpracování

Domácí trh je pro odvětví lázeňství nasycen, konkurence i počet zákazníků jsou velmi stabilní a bez významných změn. Je zde prokazatelná historie tržeb a možný malý růst tržeb v delším období. Lázeňství je oborem dlouhodobě zavedených služeb, které se mění jen velmi výjimečně a trh je jednoznačně definován.

Tabulka 78: Ohodnocení faktorů rizik trhu pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota

II. Rizika trhu	RP ($=z \cdot r_i/n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,050 %	2	1	2	0,100 %
Přiměřené	0,157 %		1	0	0,000 %
Zvýšené	0,384 %	1	1	1	0,384 %
Vysoké	0,870 %		1	0	0,000 %
Součet		3		3	0,485 %

Zdroj: Postup propočtu z Mařík (2018), vlastní zpracování

Z hlediska konkurence je do odvětví velmi obtížný vstup (vysoké bariéry vstupu) a proniknutí do existujících lázeňských měst a lokalit je obtížné jak kapitálově, tak z pohledu získání stabilních zákazníků. Společnost LLML je srovnatelná se špičkovou konkurencí v parametru služeb. Ceny a marže jsou u oceňovaného podniku srovnatelné s konkurencí. Srovnatelná je společnost také v parametru kvality a výzkumu a vývoje (balneologie – téměř nulový výzkum v rámci celého odvětví). Reklama a propagace odpovídají pravidelným nákladům a průměru odvětví.

Tabulka 79: Ohodnocení faktorů rizik konkurence pro staveb. metodu, investiční hodnota

III. Rizika z konkurence	RP ($=z \cdot r_i/n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,050 %	2	1	2	0,100 %
Přiměřené	0,157 %	4	1	4	0,627 %
Zvýšené	0,384 %	1	1	1	0,384 %
Vysoké	0,870 %		1	0	0,000 %
Součet		7		7	1,112 %

Zdroj: Postup propočtu z Mařík (2018), vlastní zpracování

Management společnosti je schopen změny vize, určení dlouhodobé strategie a bezprostředních cílů. Vedení společnosti je personálně zastupitelné, jelikož pro řízení není nutné unikátní know-how. Organizační struktura společnosti je z podstaty jejího charakteru velmi jednoduchá a přehledná s možností přímé komunikace.

Tabulka 80: Ohodnocení faktorů managementu pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota

IV. Management	RP ($=z \cdot r_i/n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,050 %	2	1	2	0,100 %
Přiměřené	0,157 %	1	1	1	0,157 %
Zvýšené	0,384 %		1	0	0,000 %
Vysoké	0,870 %		1	0	0,000 %
Součet		3		3	0,257 %

Zdroj: Postup propočtu z Mařík (2018), vlastní zpracování

Společnost z hlediska struktury služeb a produktů je koncovým výrobcem a poskytovatelem služeb. Léčebné emulze a jiné produkty si částečně sama vyrábí, přičemž není potřeba téměř

žádných technologických změn. Je ovšem nutné obnovovat vybavení sanatorií a hotelů. Na produkty, které pro léčené účely společnost sama nevyrobí, existuje stabilní síť dodavatelů. Pracovní síla je diverzifikovaná jak na profese nižší specializace (úklid, sanitace, příprava koupelí aj.), tak na lékařské a lékárenské. V odvětví je problém s nedostatkem kvalifikovaných zaměstnanců.

Tabulka 81: Ohodnocení faktorů výroby a služeb pro staveb. metodu, investiční hodnota

V. Výroba a služby	RP ($=z \cdot r_i/n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,050 %	2	1	2	0,100 %
Průměrné	0,157 %	1	1	1	0,157 %
Zvýšené	0,384 %	1	1	1	0,384 %
Vysoké	0,870 %		1	0	0,000 %
Součet		4		4	0,641 %

Zdroj: Postup propočtu z Mařík (2018), vlastní zpracování

Úroveň fixních nákladů (aktiv) je u oceňované společnosti vysoká. Postavení podniku vůči dodavatelům je velmi silné, jelikož se jedná o více malých dodavatelů. Stejná situace panuje pro odběratel, jelikož typický odběratel je koncový zákazník lázeňské péče. Bariéry vstupu do odvětví jsou, jak již bylo zmíněno, vysoké.

Tabulka 82: Ohodnocení ostatních faktorů pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota

VI. Ostatní faktory	RP ($=z \cdot r_i/n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,050 %	3	1	3	0,150 %
Průměrné	0,157 %		1	0	0,000 %
Zvýšené	0,384 %	1	1	1	0,384 %
Vysoké	0,870 %		1	0	0,000 %
Součet		4		4	0,535 %

Zdroj: Postup propočtu z Mařík (2018), vlastní zpracování

Pro faktory rizika financování oceňovaná společnost dosahuje velmi dobré pozice. K datu ocenění společnost téměř nedisponuje úročeným cizím kapitálem a tím pádem existuje dostatečná úvěrová kapacita. Krytí úroků za všechny roky přesahuje hodnotu 10 a krytí splátek úvěrů z cash flow mnohonásobně převyšuje splátky. Horší hodnocení společnost dosahuje pouze u pracovního kapitálu, kde WC nekryje stálou výši oběžných aktiv. Likviditní ukazatele společnosti jsou vysoké, průměrná doba inkasa pohledávek odpovídá splatnosti faktur a držení zásob pro společnost není přímo relevantní, ovšem odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám.

Tabulka 83: Ohodnocení finančního rizika pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota

Finanční rizika	RP ($=z \cdot r_f/n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,050 %	6	1,9	11,4	0,571 %
Přiměřené	0,157 %	0	1,9	0	0,000 %
Zvýšené	0,384 %	1	1,9	1,9	0,730 %
Vysoké	0,870 %		1,9	0	0,000 %
Součet		7		13,3	1,301 %

Zdroj: Postup propočtu z Mařík (2018), vlastní zpracování

Po vyhodnocení všech dílčích přírážek pro jednotlivé nadskupiny obchodního a finančního rizika je možné sestavit náklady vlastního kapitálu stavebnicovou metodou.

Tabulka 84: Kalkulace nákladů vlastního kapitálu pro investiční hodnotu

Bezriziková výnosová míra			1,69 %
Obchodní riziko		3,34 %	
Finanční riziko		1,30 %	
Riziková prémie celkem			4,64 %
Prémie za nižší obchodovatelnost			0,00 %
Náklady vlastního kapitálu			6,33 %

Zdroj: Postup propočtu z Mařík (2018), vlastní zpracování

Náklady vlastního kapitálu pro stavebnicovou metodu jsou kalkulovány ve výši 6,33 %. Důvodem pro nezapočtení prémie za nižší obchodovatelnost je srovnatelnost přístupu s tržní hodnotou. Výpočet **WACC** je při dosazení tržní kapitálové struktury a nákladů cizího kapitálu kalkulovaných pro investiční hodnotu následující:

Tabulka 85: Průměrné vážené náklady kapitálu WACC, investiční hodnota

	2019	2020	2021	2022	2023
CK/K v tržní hodnotě	0,19 %	3,41 %	6,62 %	9,76 %	12,76 %
VK/K	99,81 %	96,59 %	93,38 %	90,24 %	87,24 %
nVK(zadlužené)	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %
nCK po dani	2,28 %	2,21 %	2,05 %	1,98 %	1,92 %
WACC	6,32 %	6,19 %	6,05 %	5,91 %	5,77 %

	2024	2025	2026	2027	2028	PH
CK/K v tržní hodnotě	15,65 %	15,68 %	16,08 %	16,75 %	17,61 %	18,58 %
VK/K	84,35 %	84,32 %	83,92 %	83,25 %	82,39 %	81,42 %
nVK(zadlužené)	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %
nCK po dani	1,89 %	1,94 %	1,97 %	2,03 %	2,03 %	1,94 %
WACC	5,64 %	5,64 %	5,63 %	5,61 %	5,58 %	5,52 %

Zdroj: Vlastní zpracování

7.1.3 Výpočet volných peněžních toků FCFF a pokračující hodnoty podniku

Volné peněžní toky jsou vymezeny na úrovni entity, jinými slovy pro vlastníky a věřitele. FCFF jsou pro jednotlivé roky první fáze stanoveny následujícím postupem. Korigovaný provozní výsledek hospodaření kalkulovaný v rámci finančního plánu je zdaněn. Ke zdaněnému provoznímu výsledku se přičte výše odpisů stanovených na základě budoucí investiční činnosti podniku a minulého odpisového plánu v generátorech hodnoty. Následně jsou odečteny investice brutto, čímž pro jednotlivé roky první fáze získáme volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF.

Investiční činnost podniku je plánována v poměrně stabilní výši. Dle výše účetních odpisů investiční činnost v minulosti byla spíše nedostatečná, jelikož za pětileté sledované období podnik dosahoval záporných netto investic. Je otázkou, nakolik je tento přístup podniku chybný. Odpisová skupina hotelů, které tvoří majoritní část majetku společnosti, je obvykle odepisována v rámci padesátiletého horizontu. Podnik ovšem své nemovitosti odepisuje na třicetileté bázi. Účetní odpisy tedy dosahují vyšší intenzity a pomineme-li daňové odepisování, je potřebné investice podniku zvýšit.

Korigovaný zisk je během první fáze lehce rostoucí s mírným propadem v posledním roce první fáze. Důvodem k tomuto poklesu je položka osobní nákladů. Jelikož je lázeňské odvětví náročné na lidskou práci, tato rostoucí nákladová zátěž se v budoucnu může stát pro podnik problematickou, poněvadž jakýkoli významný nárůst tržeb nelze očekávat.

Následující tabulka zachycuje všechny proměnné vstupující do výpočtu FCFF. V postupu výpočtu obou bází hodnoty společnosti budou vždy uvedeny nejprve hodnoty pro tržní a následně investiční hodnotu.

Tabulka 86: Výpočet volných peněžních toků FCFF, tržní hodnota

	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH před daní	97 356	97 136	112 812	113 100	109 993
Daň	18 498	18 456	21 434	21 489	20 899
KPVH po dani	78 858	78 680	91 378	91 611	89 095
Odpisy stálých aktiv	79 780	84 597	70 919	73 673	78 782
Investice _{brutto} do prov. nutného maj.	-81 327	-89 724	-87 894	-88 719	-89 199
FCFF	77 311	73 553	74 404	76 565	78 678

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 87: Výpočet volných peněžních toků FCFF, investiční hodnota

	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH před daní	97 196	94 459	109 208	104 750	98 119
Daň	18 467	17 947	20 750	19 903	18 643
KPVH po dani	78 729	76 512	88 458	84 848	79 476
Odpisy stálých aktiv	95 009	89 545	88 505	89 310	96 142
Investice _{brutto} do prov. nutného maj.	-204 623	-206 921	-249 001	-268 217	-280 475
FCFF	-30 885	-40 864	-72 038	-94 059	-104 857

	2024	2025	2026	2027	2028
KPVH před daní	99 458	122 135	142 319	160 766	176 333
Daň	18 897	23 206	27 041	30 546	33 503
KPVH po dani	80 561	98 930	115 279	130 221	142 829
Odpisy stálých aktiv	79 780	87 996	77 400	87 623	103 340
Investice _{brutto} do prov. nutného maj.	-161 815	-139 189	-101 879	-103 046	-118 839
FCFF	-1 474	47 736	90 800	114 798	127 330

Zdroj: Vlastní zpracování

V této fázi ocenění je již možné kalkulovat terminální hodnotu (pokračující hodnota) podniku. Hodnota podniku v této fázi se odvíjí od délky prognózované první fáze ocenění. Jelikož je podnik relativně stabilní, nebylo potřebné přiblížit tempa růstu trhu a podniku v rámci strategické analýzy prodloužením první fáze, nebo využití postupu třífázového ocenění.

Pokračující hodnota je počítána na základě „McKinsey formula“ upravené v českém oceňovacím názvosloví do konkrétního tvaru:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \times (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g}$$

kde,

$KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek po dani v prvním roce druhé fáze

g = tempo růstu podniku a trhu ve druhé fázi (*strategická analýza*)

r_i = rentabilita investic

$i_k \rightarrow WACC$ = náklady kapitálu

Takzvaný gordonův vzorec (Gordon formula) není využit. Je pro něj nutné upravit FCFF pro druhou fázi na normalizovaný peněžní tok a konstrukce gordonova vzorce je spíše vhodné využít při oceňování akcií.

KPVH pro druhou fázi, respektive v prvním roce druhé fáze, je kalkulováno jako součin KPVH v posledním roce první fáze a vynásobením tempem růstu pro druhou fázi. Přepis tohoto postupu:

$$\text{KPVH}_{T+1} = \text{KPVH v posledním roce první fáze} \times (1+g)$$

Tempo růstu podniku (a také trhu, jelikož není možné ocenit podnik v rámci pokračující hodnoty, pokud předpokládáme diferenci růstu trhu a podniku. Pokud by k tomuto vývoji mělo dojít, oceňovatel musí zvážit prodloužení první fáze, či jiný postup) je stanoveno v rámci strategické analýzy ve výši 2,4 %. Autor nevyužívá tři scénáře vývoje podniku, kdy je pro podnik vypracováno již od strategické analýzy pesimistické a optimistické vývojové schéma. Vývoj podniku pro ocenění dle tržní báze hodnoty je tedy předpokládáno jako bodové, nikoli jako hodnotové rozpětí mezi scénáři.

Poté co známe korigovaný zisk v prvním roce druhé fáze, tempo růstu podniku ve druhé fázi a náklady kapitálu pro jednotlivé roky, poslední proměnnou je rentabilita investic. Rentabilita investic. Rentabilita investovaného kapitálu je kalkulována pro první fázi již v rámci generátorů hodnoty. Níže je přiložena tabulka relace s dopočtenými WACC pro jednotlivé roky.

Tabulka 88: Relace rentability investovaného kapitálu a nákladů kapitálu WACC

	2019	2020	2021	2022	2023	PH
Rentabilita investovaného kapitálu	6,44 %	6,41 %	7,42 %	7,34 %	7,05 %	7,00 %
WACC – náklady kapitálu	7,14 %	7,03 %	6,82 %	6,73 %	6,65 %	6,16 %
Diference (tvorba hodnoty)	-0,70 %	-0,62 %	0,59 %	0,60 %	0,40 %	0,84 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Lze sledovat postupný růst rentability investovaného kapitálu společnosti, tato difference je ovšem velmi nízká a tvorba hodnoty je v poměrně nízké hladině. Toto srovnání vykazuje velmi složitou situaci oceňovaného podniku. Na základě strategické a finanční analýzy společnost vykazuje velmi dobré výsledky. Postupem ocenění lze ovšem sledovat výrazné otazníky, zejména na poli jejích rentabilit a udržitelnosti takto kapitálově náročného lázeňského/hotelového businessu. Toto téma bude řešeno v závěrečných částech ocenění a samotném závěru práce.

Poslední proměnnou je odhad výše rentability investic pro druhou fázi. Rentabilita podniku z podstaty odvětví, ve kterém působí, může růst jen velmi omezeně. Stabilní počet hostů v lázeňství, dlouhodobě téměř neměnná výše tržeb společnosti i konkurentů a omezené možnosti rozšíření podnikatelských aktivit jsou důvody, proč se v odvětví dlouhodobě rentabilita spíše snižuje. Oceňovaná společnost má již delší dobu problémy přetavit celkově

vysokou hodnotu svých aktiv v odpovídající zisk a její efektivita je jedna z nejnižších ve srovnání s konkurenty. Výše rentability investovaného kapitálu je proto predikována na hodnotě **8,7 %**.

Po dosažení všech proměnných je možné provést výpočet pokračující hodnoty:

Tabulka 89: Výpočet pokračující hodnoty, tržní hodnota (dle parametrického vzorce)

KPVH _{T+1}	91 233
Růst (g)	2,4 %
WACC	6,16 %
r_i	7,00 %
Parametrický vzorec – PH	1 594 643

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro investiční hodnotu je růst odvozen od očekávání investora, náklady kapitálu jsou kalkulovány v kapitole nákladů vlastního kapitálu stanovených stavebnicovou metodou a rentabilita investic vychází jak z očekávání investora, tak z odvození dosažitelných odvětvových hodnot, jelikož na takto rigidním lázeňském trhu není možné dosahovat dlouhodobě jakkoli nadprůměrné rentability. Výpočet pokračující hodnoty pro investiční bázi je poté následující:

Tabulka 90: Výpočet pokračující hodnoty, investiční hodnota (dle parametrického vzorce)

KPVH _{T+1}	147 114
Růst (g)	3,0 %
WACC	5,52 %
r_i	7,00 %
Parametrický vzorec – PH	3 341 205

Zdroj: Vlastní zpracování

V této fázi postupu ocenění jsou již dostupné veškeré potřebné údaje pro diskontování takto predikované řady FCFF a pokračující hodnoty společnosti. Výpočet hodnoty podniku je proveden v tabulce níže:

Tabulka 91: Výpočet hodnoty společnosti (netto), tržní hodnota

	2019	2020	2021	2022	2023	PH
FCFF	77 311	73 553	74 404	76 565	78 678	---
WACC	7,14 %	7,03 %	6,82 %	6,73 %	6,65 %	6,16 %
Hodnota brutto	1 455 702	1 482 273	1 512 966	1 541 801	1 569 012	1 594 643
Úročený CK	3 548	38 125	74 562	113 052	153 680	196 543
Hodnota netto	1 452 154	1 444 148	1 438 404	1 428 749	1 415 331	1 398 100
CK/K v tržní hodnotě	0,24 %	2,57 %	4,93 %	7,33 %	9,79 %	12,33 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Z důvodu postupného zadlužení podniku hodnota netto podniku lehce klesá. Toto zadlužení je autorem bráno jako potřebné z důvodu tržního přístupu, jelikož naprostá většina potenciálních kupujících by alespoň k nějakému využití cizího kapitálu ochotně přistoupila. Díky těmto bankovním prostředkům mohou v první fázi noví vlastníci vyplácet při zavedení dividendového výplatního poměru ve výši 90 % podstatnou část vygenerovaného zisku, celkové investice jsou pak pokryty výší odpisů, přijatými úvěry a zbylým ziskem za účetní období.

Výsledná hodnota podniku k datu ocenění 1.1.2019 je vyobrazena v zeleném poli řádku *hodnota netto*. Tento způsob zpracování je zvolen z důvodu iteračního propojení s kapitálovou strukturou a náklady kapitálu a díky němu je možné všechny veličiny počítat v tržních hodnotách. Hodnota společnosti netto k datu ocenění dosahuje **1 452 154** tis. Kč.

K této hodnotě je nutné přičíst aktiva která nebyla součástí výpočtu diskontovaných cash flow a na počátku kapitoly generátorů hodnoty byla označena za neprovozní. Jedná se o výši peněžních prostředků (opět k datu ocenění 1.1.2019) ve výši **80 326** tis. Kč, a hodnotu finanční investice v dceři (*dlouhodobý finanční majetek*) ve výši **312 056** tis. Kč.

Pro investiční hodnotu je výpočet následující:

Tabulka 92: Výpočet hodnoty společnosti (netto), investiční hodnota

	2019	2020	2021	2022	2023	
FCFF	-30 886	-40 864	-72 038	-94 059	-104 857	
WACC	6,32 %	6,19 %	6,05 %	5,91 %	5,77 %	
Hodnota brutto	1 846 676	1 994 363	2 158 717	2 361 336	2 594 897	
Úročený CK	3 548	68 015	142 821	230 482	331 227	
Hodnota netto	1 843 128	1 926 348	2 015 895	2 130 854	2 263 670	
CK/K	0,19 %	3,41 %	6,62 %	9,76 %	12,76 %	

	2024	2025	2026	2027	2028	PH
FCFF	-1 474	47 736	90 800	114 798	127 330	
WACC	5,64 %	5,64 %	5,63 %	5,61 %	5,58 %	5,52 %
Hodnota brutto	2 849 467	3 011 558	3 133 783	3 219 467	3 285 356	3 341 205
Úročený CK	446 073	472 185	503 843	539 397	578 464	620 727
Hodnota netto	2 403 394	2 539 372	2 629 940	2 680 070	2 706 892	2 720 478
CK/K	15,65 %	15,68 %	16,08 %	16,75 %	17,61 %	18,58 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota společnosti netto k datu ocenění dosahuje **1 843 128** tis. Kč. K této hodnotě se již nepřičítají neprovozní peníze jako je tomu u tržní hodnoty, pouze hodnota vlastněných akcií (*dlouhodobý finanční majetek*) ve výši **312 056** tis. Kč.

7.1.4 Výsledná hodnota stanovená metodou DCF entity pro tržní a investiční hodnotu

Hodnota podniku Léčebné lázně Mariánské Lázně a.s. je stanovena jako součet hodnoty podniku (netto) k datu ocenění 1.1.2019 a hodnoty neprovozních aktiv ve formě peněžních prostředků a dlouhodobého finančního majetku.

Tento postup zachycuje závěrečná tabulka výsledného ocenění společnosti níže.

Tabulka 93: Tržní hodnota podniku Léčebné lázně Mariánské Lázně

Ocenění podniku v tis. Kč	
Hodnota podniku brutto	1 455 702
Úročený CK k 1.1.2019	3 548
Hodnota podniku netto	1 452 154
Neprovozní majetek k 1.1.2019	392 382
Výsledná hodnota společnosti LLML	1 844 536

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně, a.s.
kalkulovaná na základě tržní báze hodnoty,
metodou diskontovaných peněžních toků DCF, pro vlastníky a věřitele Entity,
činí po zaokrouhlení na celé miliony k datu ocenění 1 845 000 tis. Kč.

Tabulka 94: Investiční hodnota podniku Léčebné lázně Mariánské Lázně

Ocenění podniku v tis. Kč	
Hodnota podniku brutto	1 846 676
Úročený CK k 1.1.2019	3 548
Hodnota podniku netto	1 843 128
Neprovozní majetek k 1.1.2019	312 056
Výsledná hodnota společnosti LLML	2 155 184

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně, a.s.
kalkulovaná na základě investiční báze hodnoty,
metodou diskontovaných peněžních toků DCF, pro vlastníky a věřitele Entity,
činí po zaokrouhlení na celé miliony k datu ocenění 2 155 000 tis. Kč.

7.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Doplňující metodou k dříve kalkulovaným výnosovým oceněním společnosti je metoda srovnatelných podniků. Jedná se o jednu ze tří, či chce-li čtyř metod založených na tržní analýze. Metody tržního porovnání jsou pro veřejně obchodované podniky kupříkladu na kapitálovém trhu Spojených států amerických velmi dobrou doplňující metodou ocenění a nachází široké zde využití. Pro ocenění podniku LLML je jejich využití omezeno tím, že akcie podniku nejsou veřejně obchodovány. V porovnání s akciovými podniky rozvinutých trhů je veřejná neobchodovanost na rigidním a méně rozvinutém trhu velmi omezujícím faktorem pro využitelnost. Pro podnik působící výhradně v české republice je nejvhodnější metodou již zmíněná metoda srovnatelných podniků.

Metoda srovnatelných podniků pracuje s hodnotou průměrné ceny akcie pro středoevropské podniky (za konkrétní odvětví). Do kalkulace vstupují podkladové veličiny podniku, které jsou násobeny hodnotou multiplikátoru relevantní pro dané odvětví. Oceňovaný podnik je stejně jako je tomu u výnosového ocenění zařazen do kategorie *hotel/gaming*, a to z důvodu neexistence lázeňského odvětví v jakýchkoli databázích. Odvětví *healthcare facilities* nebo *healthcare services* není možné brát v úvahu, jelikož zkreslení lékařských zařízení a nemocnic je v porovnání s lázeňstvím příliš velké.

Též jako u výnosového ocenění, i zde jako velmi kvalitní zdroj informací figuruje profesor Damodaran s databází konkrétních násobitelů.

Tabulka 95: Vybrané násobitele pro metodu srovnatelných podniků

	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/S	P/E	P/BV
LLML (hotel/gaming)	8,32	16,12	1,74	31,67	1,52

Zdroj: Damodaran – data sets, multiples, vlastní zpracování

Z dostupných dat bylo vybráno pět multiplikátorů. K nim je potřebné vymezit vztahovou veličinu a součinem kalkuloval hodnotu podniku. Data jsou brána k datu ocenění společnosti, tedy z poslední výroční zprávy za rok 2018. Oceňovaná společnost odepisuje dlouhodobý majetek v rámci 30 nikoli obvyklých 50 let pro odpisovou skupinu *hotelů*. Ukazatel **EV/EBITDA** je proto velmi výhodný, jelikož se v rámci něj odpisová politika ani kapitálová struktura nepromítají do výsledné hodnoty. Ukazatel **EV/EBIT** je v tomto případě pouze doplňkový, jelikož EBITDA je pro rámcovou srovnatelnost mnohem vhodnější.

Ukazatele, jež byly využity pro odhad rozpětí hodnoty podniku jsou **EV/EBITDA** a **EV/S**. Jedná se o velmi stabilní ukazatele, jež pracují ve své struktuře s výnosy a tržbami společnosti.

Tabulka 96: Výpočet hodnoty podniku metodou srovnatelných podniků

	EBITDA	EBIT	Tržby	VH b.o.	ÚH VK
Vztahová veličina	163 646	67 504	840 227	53 502	1 568 349
	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/S	P/E	P/BV
Hodnota brutto	1 361 988	1 088 220	1 461 995	1 694 408	2 383 890
Úročený CK	3 548	3 548	3 548		
Neprovozní majetek k 1.1.2019	392 382	392 382	392 382		
Hodnota netto 1.1.2019	1 750 822	1 477 054	1 850 829	1 694 408	2 383 890

Zdroj: Výkazy společnosti LLML, vlastní zpracování

Dle zjištěných hodnot metodou srovnatelných podniků je hodnota podniku stanovena v hodnotovém spreadu **1 750 822 až 1 850 829** tis. Kč. K využití dalších diskontů není přistoupeno. Autor se stejně jako u přírážek k diskontní míře výnosového tržního ocenění domnívá, že převzetí v tomto případě diskontu za omezenou obchodovatelnost není vhodné. Důvodem je stáří studií *restricted stocs* a jejich velmi rozdílná výše pro jednotlivé odvětví trhu. Přílišné využívání těchto diskontů, které mají ještě mnohdy špatně určenou základnu, kterou oceňovatel následně diskontuje, není nejvhodnějším přístupem. Pokud by měl být diskont použit, což není bráno jako jednoznačně chybné, je potřebné provést důkladné zdůvodnění jeho výše a podložit jej aktuálnějšími empirickými daty, nežli je tomu u dnes již dvacet až padesát let starých studií. Kapitálový trh a jeho fungování prošel v digitální době značnou transformací a stále využívání obvyklých 20 % diskontu za omezenou obchodovatelnost bez jakékoli hlubší analýzy dle autora v současné velmi zjednodušené podobě není možné.

Hodnota společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně, a.s.

kalkulovaná na základě metody tržního porovnání,

je stanovena k datu ocenění a po zaokrouhlení na celé miliony

v rozpětí 1 751 000 tis. Kč – do 1 851 000 tis. Kč.

7.3 Účetní hodnota

Toto zjednodušené ocenění podniku na základě hodnoty jeho účetního vlastního kapitálu slouží pouze jako doplňková hodnotová báze. Jak již bylo zmíněno v předešlých částech práce, účetní hodnota podniku LLML je velmi zkreslená a princip historických cen využitelnost pro jakékoli srovnání s tržní či investiční hodnotou není téměř vhodné. Samozřejmě že pokud by hodnota účetního vlastního kapitálu společnosti přesahovala tržní a investiční hodnotu, bylo by to signálem pro nesprávně stanovené předešlé analýzy a indicie k nutnosti provedení likvidační hodnoty.

V účetní hodnotě společnosti se nenachází již odepsaná aktiva, která mají v případě oceněné společnosti nezanedbatelnou hodnotu. Naopak účetní hodnota aktiv, které společnost eviduje, velmi pravděpodobně v některých případech nedosahuje účetní výše.

Účetní hodnota na principu historických cen je vyjádřením hodnoty vlastního kapitálu čili účetní netto hodnoty společnosti.

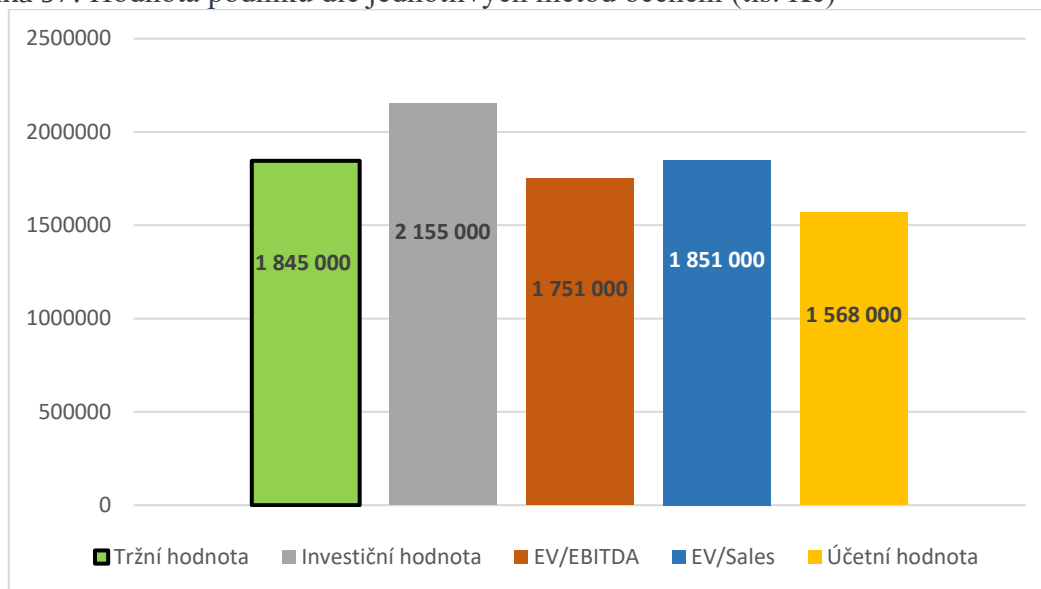
Účetní hodnota společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně, a.s.

je stanovena k datu ocenění a po zaokrouhlení na celé miliony

ve výši 1 568 000 tis. Kč.

7.4 Rekondiliace

Tabulka 97: Hodnota podniku dle jednotlivých metod ocenění (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Tržní ocenění představuje hlavní pilíř ocenění podniku. Hodnota jako taková neexistuje bez subjektu hodnocení, který ji posuzuje, respektive každá hodnota je dána vždy konkrétním posuzovatelem či jejich skupinou.

Jako taková tržní báze hodnoty pravděpodobně nachází v ekonomickém tržním prostředí nejvyšší využití. Jejím nedostatkem a zároveň výhodou je velmi nízký stupeň subjektivity, která je pro hodnotu v našem případě podniku mnohdy potřebná.

Jejím doplňkem je s ní mnohdy zaměňovaná investiční báze hodnoty. Investiční báze má tu výhodu, že může pracovat s nesystematickým rizikem konkrétního aktiva či množiny aktiv. Tím lze přizpůsobit „hodnotu“ dle konkrétních představ a synergií kupujícího.

Ocenění dle tržního porovnání je pro využití v České republice sporné a z metodologických důvodů by mu neměla být v žádném případě přikládána stejná váha jako výnosovým oceněním, ať už na tržní či investiční bázi.

Účetní hodnota podniku je kapitolou sama o sobě, jelikož účetní princip historických cen je pro účely oceňování čili stanovení „hodnoty“ aktiva naprosto nevyhovující. Dochází pak k příkladům z praxe, kdy starší hotel stojící na Václavském náměstí nejmenovaná společnost nutně musí „fiktivně“ prodat, aby se jeho miliardová hodnota opět dostala do účetnictví té samé společnosti. Tímto neduhem trpí i oceňovaná společnost LLML, jelikož její podnikání je vysoce závislé na vázaném kapitálu v hmotných aktivech. Odpisy společnosti tak dosahují vysokých

hodnot a udržet tvorbu hodnoty, jak je pro výnosové ocenění nutné, není při nízké rentabilitě vždy jednoduché. Je tedy potřebné správně určit náklady kapitálu, jelikož každé procento navíc je pro tento typ společností naprosto zásadní. Průměrné vážené náklady kapitálu pro obě výnosové metody jsou stanoveny v poměrně nízké hladině. Hlavním důvodem jsou tři faktory, které hrají v rámci celého ocenění naprosto zásadní roli.

- A) Lázeňské odvětví svou nízkou rentabilitou a opravdu markantní kapitálovou náročností na obnovovací investice je precedentním příkladem pro velmi špatně škálovatelnou podskupinu rekreačně/léčebného businessu. Potenciální kupující tedy bude mít vždy jen malý manévrovací prostor mezi náklady kapitálu (WACC) a rentabilitou investovaného kapitálu (ROIC). Tento, oproti ostatním odvětvím, velmi úzký spread tvorby hodnoty bude nejspíše dlouhodobou charakteristikou odvětví i do budoucna. Běžný tržní zájemce může mít otázku, proč do takové společnosti či odvětví vstupovat.
- B) Odpovědí je vysoká rigidita odvětví (také nízká závislost na hospodářském cyklu, na rozdíl od odvětví čistě rekreačních) a tím i stabilita každoročních pacientů/hostů. V tomto případě i přes velmi restriktivní politiku ministerstva zdravotnictví z roku 2013 odvětví lázeňství nezaznamenalo téměř žádný propad v návštěvnosti. Byl sice zaznamenán propad hrazených léčebných pobytů od pojišťoven, a to v souladu se zpřísněním legislativních pravidel nároku na takto hrazenou péči, ovšem tento propad byl doprovázen identickým nárůstem péče hrazené samoplátcí. Z toho vyplývá, že lidé se zdravotními problémy nemají jinou možnost než pokračovat dál v léčbě svých potíží. To vše nehledě na zdroj financování pobytu, jelikož nemají žádnou jinou možnost substituce takovéto zdravotní péče. Odvětví tedy dosahuje spíše nízké rentability, ovšem takovéto nízké rentabilitě je zde i odpovídající nízké riziko nepříznivého výsledku hospodaření, či jiných vlivů jež lze nalézt v turbulentnějších odvětvích.
- C) Posledním bodem jsou bariéry vstupu do odvětví. Ty jsou zárukou jak udržení stabilního stavu konkurence (v lázních není běžná stavba nových hotelů a lázeňské lokality v rámci střední Evropy téměř nepřibývají, to pravděpodobně z důvodu omezeného množství léčivých zdrojů.), tak možnosti dlouhodobého plánování bez potřeby rychlé reakce na jakékoli změny, jelikož ty v odvětví téměř neprobíhají.

Tyto tři faktory hrály roli jak při stanovení tržní, tak ještě mnohem více pro stanovení investiční hodnoty.

Závěr

Cílem práce bylo stanovení tržní a investiční hodnoty společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně a.s. k datu ocenění 1.1.2019. Úvod práce byl věnován stručnému definování bází hodnoty, jejich ukotvení ve standardech a odborné literatuře. Následně byly vymezeny rozdíly, na základě, kterých bylo potřebné při postupném zpracování ocenění k hodnotovým bázím přistupovat.

Pro investiční bázi hodnoty byly data pro strategickou a finanční analýzu převzaty do jisté míry z tržního ocenění, jelikož právě pro tržní ocenění je nutné vypracovat tyto analýzy co možná nejdetailněji, aby bylo dodrženo stanovisko nezávislého tržního kupujícího. Generátory hodnoty, finanční plán a samotné ocenění již pracuje s investiční i tržní hodnotou ve dvou vývojových liniích.

Výsledky jednotlivých výnosových ocenění jsou hodnotově srovnány v rámci poslední kapitoly *rekonciace*. Hodnota společnosti stanovená na základě investiční báze hodnoty se od tržní hodnoty odlišuje. Důvodem, proč dochází k tomuto rozdílu, je naprosto nutná difference v hlediscích posouzení aktiva z pohledu rizika, rentability, alternativního využití kapitálu a nákladů kapitálu.

V rámci tržní hodnoty se oceňovatel snaží nevnášet do ocenění žádné trhem nepředpokládané informace a skutečnosti. Veškeré propočty jsou od samotného začátku vytvářeny pro „běžného kupujícího“ s podmínkou náležitého marketingu a dalších podmínek tržního ocenění. Investiční hodnota obsahuje v kontrastu s tržní veškerá očekávání investora počínaje růstem společnosti ve strategické analýze, rozdělením na provozní aktiva a možnosti stanovení finančního plánu, až po odlišné stanovení diskontní míry.

Obě hodnoty se tedy z podstaty postupu ocenění nemohou rovnat. Tržní hodnota je jakousi arbitrážní cenou trhu odvíjející se od předešlých cen srovnatelných aktiv na relevantním trhu. Narozdíl od investiční hodnoty se většinou nejedná o konkrétní hodnotu ale spíše o hodnotový interval. Z důvodu rozsahu práce byla ovšem i tržní hodnota stanovena v podobě bodového odhadu bez vývojových variant. Investiční hodnota je tedy stanovena spíše na základě užitku pro konkrétního investora a synergické propojení nově nabývaného aktiva s jeho dosavadním portfoliem. Investor pro investiční bázi hodnoty pracuje s předpokladem vysokých investic a jejich postupného přeměnění v budoucí výnosy. Tímto přístupem je optimističtější ve svých očekáváním nežli průměrný tržní zájemce, což se nutně musí promítat i ve výsledné hodnotě podniku.

Zdroje

Literatura

- BREALEY, R. A., MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press, 2000
- DAMODARAN, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2012. ISBN 978-1-118-01152-2.
- DAMODARAN, A. *Narrative and numbers: the value of stories in business*. New York: Columbia Business School Publishing, 2017. ISBN 978-0-231-18048-1.
- KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0.
- KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, E.: *Finanční analýza krok za krokem*. Praha: C. H. Beck, 2008.
- MATSCHKE, M. J., BROSEL, G.: *Unternehmensbewertung*. Wiesbaden: Gabler, 2007.
- MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Druhé, upravené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 548 stran. ISBN 978-80-87865-42-2.
- MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 551 stran. ISBN 978-80-87865-38-5.
- MAŘÍK, M. -- MAŘÍKOVÁ, P. *Báze hodnoty jako základ oceňování a oceňovací standardy*. *Odhadce a oceňování majetku: odborný čtvrtletník určený nejen pro odhadce majetku*. 2018. sv. 24, č. 3-4, s. 36--44. ISSN 1213-8223.
- PRATT, S. P.: *Business Valuation Discounts and Premiums*. New York: John Wiley & Sons, 2001.

Internetové zdroje (hypertextové odkazy v textu práce)

- Business Info – www.businessinfo.cz
- Česká národní banka – www.cnb.cz
- Český statistický úřad – www.czso.cz
- Damodaran – pages.stern.nyu.edu/~adamodar
- Kurzy.cz – www.kurzy.cz
- Mezinárodní měnový fond – www.imf.org
- Ministerstvo financí České republiky – www.mfcr.cz
- Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky – www.mpo.cz
- Ministerstvo spravedlnosti – www.justice.cz
- Patria Finance, a.s. – www.patria.cz
- Vysoká škola ekonomická, institut oceňování majetku – www.iom.vse.cz

Ostatní zdroje

- Databáze Albertina (2019): Albertina CZ Gold Edition. [elektronická databáze], Praha – Ledčice, Bisnode - Josef Fric Software, c2019.
- Databáze Amadeus (2019): Amadeus [elektronická databáze], Londýn, Bureau van Dijk, c2019.
- Databáze Passport (2019): Passport [elektronická databáze], Londýn, Euromonitor International, c2019.
- Statistický program Gretl
- Výroční zprávy společnosti Léčebné lázně Mariánské Lázně a.s. (2014–2018)
- Výroční zprávy společnosti Lázně Františkovy Lázně, a.s. (2014–2018)
- Výroční zprávy společnosti Léčebné lázně Jáchymov a.s. (2014–2018)
- Výroční zprávy společnosti Lázně Luhačovice a.s. (2014–2018)
- Výroční zprávy společnosti Slatinné lázně Třeboň s.r.o. (2014–2018)
- Zpráva o inflaci / IV 2018 (ČNB)

Seznam tabulek, obrázků a grafů

Tabulka 1: Postup odhadu tržní a investiční hodnoty (rozdíly).....	4
Tabulka 2: Základní údaje o oceňované společnosti - LLML.....	6
Tabulka 3: Výpočet velikosti trhu přes úhrady pojišťoven	13
Tabulka 4: Analýza atraktivity trhu – výsledné hodnocení.....	20
Tabulka 5: Kvantitativní faktory relevantní pro lázeňský trh (2006-2023).....	24
Tabulka 6: Data regresní analýzy relevantního trhu.....	26
Tabulka 7: Predikce tržeb lázeňského trhu.....	27
Tabulka 8 Tržní podíl oceňovaného podniku a vymezených konkurentů.....	31
Tabulka 9: Faktory vstupující do cenotvorby lázeňského pobytu	33
Tabulka 10: Porovnání investiční činnosti a odepisovaného majetku LLML a konkurence.....	34
Tabulka 11: Růst relevantního trhu, tržby oceňované společnosti a její tržní podíl.....	36
Tabulka 12: Stabilizace tržního podílu LLML	37
Tabulka 13: Prognóza tržeb LLML (2019-2023) na základě tržního podílu.....	37
Tabulka 14: Agregovaná rozvaha společnosti LLML, aktiva (tis. Kč)	40
Tabulka 15: Agregovaná rozvaha společnosti LLML, aktiva – Vertikální analýza (%).....	41
Tabulka 16: Agregovaná rozvaha společnosti LLML, pasiva (tis. Kč).....	42
Tabulka 17: Agregovaná rozvaha společnosti LLML, pasiva – Vertikální analýza (%)	42
Tabulka 18: Agregovaný výkaz zisku a ztráty společnosti LLML (tis. Kč)	43
Tabulka 19: Porovnání predikce VH oceňovanou společností a reálnými VH.....	43
Tabulka 20: Agregovaný výkaz zisku a ztráty společnosti LLML – Vertikální analýza (%)	44
Tabulka 21: Vývoj kategorií zisku a marží oceňovaného podniku	44
Tabulka 22: Cash flow oceňovaného podniku (tis. Kč)	45
Tabulka 23: Ukazatele likvidity oceňovaného podniku a konkurentů	46
Tabulka 24: Ukazatele aktivity oceňovaného podniku a konkurentů.....	47
Tabulka 25: Ukazatele rentability oceňovaného podniku a konkurentů	49
Tabulka 26: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy, oceňovaného podniku a konkurentů.....	50
Tabulka 27: Ukazatele produktivity, oceňovaného podniku a konkurentů	52
Tabulka 28: Model IN05 a interpretace jeho výsledků pro oceňovaný podnik.....	53
Tabulka 29: Dlouhodobý majetek – provozně nutný, tržní i investiční hodnota (tis. Kč).....	57
Tabulka 30: Zásoby společnosti LLML, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)	57
Tabulka 31: Pohledávky společnosti LLML – krátkodobé, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)	57
Tabulka 32: Výpočet okamžité likvidity oceňované společnosti (tis. Kč)	58
Tabulka 33: Okamžitá likvidita společnosti LLML a průměr konkurentů.....	58
Tabulka 34: Provozně nutná výše peněžních prostředků oceňované společnosti (tis. Kč)	59
Tabulka 35: Provozně nutná výše peněžních prostředků pro investiční hodnotu (tis. Kč)	59
Tabulka 36: Krátkodobé závazky oceňované společnosti, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)	59
Tabulka 37: Kalkulace provozně nutného pracovního kapitálu pro tržní hodnotu (tis. Kč)	60
Tabulka 38: Investovaný kapitál (provozně nutný) pro tržní hodnotu (tis. Kč)	60

Tabulka 39: Kalkulace provozně nutného pracovního kapitálu pro investiční hodnotu (tis. Kč)	60
Tabulka 40: Investovaný kapitál (provozně nutný) pro investiční hodnotu (tis. Kč).....	60
Tabulka 41: Výpočet KPVH před odpisy a daní, tržní i investiční hodnota (tis. Kč)	61
Tabulka 42: Provozní zisková marže, tržní i investiční hodnota (tis. Kč).....	62
Tabulka 43: Provozní zisková marže před daní a odpisy konkurenčních společností.....	62
Tabulka 44: Analýza intenzity konkurence pro účely prognózy ziskové marže (shora).....	65
Tabulka 45: Predikce ziskové marže shora, tržní hodnota	65
Tabulka 46: Prognóza ziskové marže zdola	66
Tabulka 47: Prognóza ziskové marže zdola, pětiletá predikce do roku 2023	67
Tabulka 48: Predikce ziskové marže společnosti LLML	68
Tabulka 49: Minulost a prognóza pracovního kapitálu, tržní hodnota.....	70
Tabulka 50: Koeficient investiční náročnosti tržeb LLML v brutto hodnotách	71
Tabulka 51: Koeficient investiční náročnosti tržeb pro vybrané konkurenty v brutto hodnotách	72
Tabulka 52: Predikce koeficientu náročnosti tržeb oceňovaného podniku (2019-2023)	72
Tabulka 53: Dlouhodobý nehmotný majetek oceň. podniku včetně odpisů a investic (tis. Kč)	73
Tabulka 54: Dlouhodobý hmotný majetek oceň. podniku včetně odpisů a investic (tis. Kč)	73
Tabulka 55: Hmotné movité věci oceň. podniku včetně odpisů a investic (tis. Kč)	73
Tabulka 56: Zůstatková cena zbylých položky aktiv pro plán dlouhodobého majetku (tis. Kč)	73
Tabulka 57: Souhrnné položky plánu DM oceňovaného podniku (tis. Kč)	74
Tabulka 58: Predikce koeficientu náročnosti tržeb, investiční hodnota (2019-2028)	74
Tabulka 59: Korigovaný provozní výsledek a zisková marže po odpisech a zdanění (tis. Kč)	75
Tabulka 60: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu (tis. Kč).....	75
Tabulka 61: Podíl úročeného cizího kapitálu na bilanční sumě	76
Tabulka 62: Zjednodušená kalkulace úrokové míry na základě poměru nákladových úroků.....	77
Tabulka 63: Výpočet nákladů cizího kapitálu pro společnost LLML, tržní hodnota (tis. Kč)	78
Tabulka 64: Opětovné zadlužení dle potřeb tržního přístupu ocenění, tržní hodnota	78
Tabulka 65: Výplatní poměr a výše dividend oceňovaného podniku, tržní hodnota (tis. Kč)	79
Tabulka 66: Plán výkazu zisků a ztrát, tržní hodnota (tis. Kč).....	80
Tabulka 67: Plán výkazu cash flow, tržní hodnota (tis. Kč).....	81
Tabulka 68: Plán rozvahy – Aktiva, tržní hodnota (tis. Kč).....	82
Tabulka 69: Plán rozvahy – Pasiva, tržní hodnota (tis. Kč)	83
Tabulka 70: Vybrané poměrové ukazatele finančního plánu, tržní hodnota	83
Tabulka 71: Náklady cizího kapitálu rekapitulace	86
Tabulka 72: Termínové úrokové míry využité pro výpočet bezrizikové výnosnosti n_{ck} a $n_{vk(n)}$	87
Tabulka 73: Náklady vlastního kapitálu (nezadlužené)	88
Tabulka 74: Výpočet zadlužených nákladů vlastního kapitálu	89
Tabulka 75: Průměrné vážené náklady kapitálu WACC.....	90
Tabulka 76: Kalkulace rizikové přírážky pro jednotlivé stupně rizika.....	91
Tabulka 77: Ohodnocení faktorů rizik oboru pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota.....	92
Tabulka 78: Ohodnocení faktorů rizik trhu pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota	93

Tabulka 79: Ohodnocení faktorů rizik konkurence pro staveb. metodu, investiční hodnota	93
Tabulka 80: Ohodnocení faktorů managementu pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota.....	93
Tabulka 81: Ohodnocení faktorů výroby a služeb pro staveb. metodu, investiční hodnota.....	94
Tabulka 82: Ohodnocení ostatních faktorů pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota.....	94
Tabulka 83: Ohodnocení finančního rizika pro stavebnicovou metodu, investiční hodnota.....	95
Tabulka 84: Kalkulace nákladů vlastního kapitálu pro investiční hodnotu.....	95
Tabulka 85: Průměrné vážené náklady kapitálu WACC, investiční hodnota	95
Tabulka 86: Výpočet volných peněžních toků FCFF, tržní hodnota.....	96
Tabulka 87: Výpočet volných peněžních toků FCFF, investiční hodnota.....	97
Tabulka 88: Relace rentability investovaného kapitálu a nákladů kapitálu WACC	98
Tabulka 89: Výpočet pokračující hodnoty, tržní hodnota (dle parametrického vzorce)	99
Tabulka 90: Výpočet pokračující hodnoty, investiční hodnota (dle parametrického vzorce).....	99
Tabulka 91: Výpočet hodnoty společnosti (netto), tržní hodnota	99
Tabulka 92: Výpočet hodnoty společnosti (netto), investiční hodnota	100
Tabulka 93: Tržní hodnota podniku Léčebné lázně Mariánské Lázně.....	101
Tabulka 94: Investiční hodnota podniku Léčebné lázně Mariánské Lázně.....	101
Tabulka 95: Vybrané násobitele pro metodu srovnatelných podniků	102
Tabulka 96: Výpočet hodnoty podniku metodou srovnatelných podniků.....	103
Tabulka 97: Hodnota podniku dle jednotlivých metod ocenění (tis. Kč).....	105
 Graf 1: Celkové tržby lázeňství 2006-2018 (Mld. Kč).....	14
Graf 2 Vývoj počtu dospělých pacientů v lázeňských zařízeních (bez cizinců)	18
Graf 3: Vývoj počtu pacientů celkem.....	19
Graf 4: Hrubý domácí produkt ČR v b.c. a jeho tempo růstu (2006-2018).....	21
Graf 5: Inflace cenové hladiny v %, Česká republika (2006-2023)	22
Graf 6: Příjmy na obyvatele - průměrná hrubá mzda (2006-2023)	23
Graf 7: Počet obyvatel – Česká republika (2006-2023)	23
Graf 8: Tržby za lázeňství (mld. Kč) - Lineární regresní funkce	26
Graf 9: Běžná likvidita oceňovaného podniku a konkurentů	47
Graf 10: Doba obratu pohledávek a doba splatnosti závazků oceňované společnosti.....	48
Graf 11: Rentabilita vlastního kapitálu oceňovaného podniku a konkurentů.....	49
Graf 12: Celková zadluženost oceňovaného podniku a konkurentů	51
Graf 13: Celková zadluženost oceňovaného podniku a konkurentů	52
 Obrázek 1: Počty přijatých pacientů v lázeňských zařízeních, dle krajů v tisících.....	10

Seznam příloh

Příloha 1: Spektrum léčených nemocí pro jednotlivé společnosti poskytující lázeňskou péči	114
Příloha 2: Výpočet velikosti trhu přes úhrady pojišťoven.....	114
Příloha 3: Statistická předpověď – Gretl	115
Příloha 4: Statistická předpověď – Gretl (graf)	115
Příloha 5: Regrese (regresor HDP b.c.) – Excel	116
Příloha 6: Regrese (regresor Inflace) – Excel.....	116
Příloha 7: Regrese (regresor Průměrná hrubá mzda) – Excel	116
Příloha 8: Regrese (regresor Počet obyvatel) – Excel	117
Příloha 9: Regrese (regresory Průměrná hrubá mzda + Počet obyvatel) – Excel.....	117
Příloha 10: Prognóza ziskové marže shora, investiční hodnota (tis. Kč)	118
Příloha 11: Prognóza ziskové marže zdola, desetiletá predikce do roku 2028, investiční hodnota (tis. Kč)	118
Příloha 12: Doby obratu pro predikci pracovního kapitálu, tržní hodnota (tis. Kč).....	119
Příloha 13: Doby obratu pro predikci pracovního kapitálu, investiční hodnota (tis. Kč).....	120
Příloha 14: Minulost a prognóza pracovního kapitálu, investiční hodnota (tis. Kč)	121
Příloha 15: Dlouhodobý nehmotný majetek včetně odpisů a investic, investiční hodnota (tis. Kč) ...	121
Příloha 16: Dlouhodobý hmotný majetek včetně odpisů a investic, investiční hodnota (tis. Kč)	121
Příloha 17: Hmotné movité věci včetně odpisů a investic, investiční hodnota (tis. Kč)	122
Příloha 18: Zůstatková cena zbylých položky aktiv pro plán dlouhodobého majetku, investiční hodnota (tis. Kč).....	122
Příloha 19: Souhrnné položky plánu DM oceňovaného podniku, investiční hodnota (tis.Kč)	122
Příloha 20: Korigovaný provozní výsledek a zisková marže po odpisech a zdanění, investiční hodnota (tis. Kč).....	123
Příloha 21: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu, investiční hodnota (tis. Kč).....	123
Příloha 22: Rozdělení ratingových skupin dle ukazatele úrokového krytí	123
Příloha 23: Výpočet nákladů cizího kapitálu pro společnost LLML, investiční hodnota (tis. Kč)	124
Příloha 24: Zadlužení společnosti dle požadavků investora a potřeb rozsáhlých investic (tis. Kč)	124
Příloha 25: Plán výkazu zisků a ztrát, investiční hodnota (tis. Kč)	125
Příloha 26: Plán výkazu cash flow, investiční hodnota (tis. Kč)	126
Příloha 27: Plán rozvahy – Aktiva, investiční hodnota (tis. Kč)	127
Příloha 28: Plán rozvahy – Pasiva, investiční hodnota (tis. Kč).....	128
Příloha 29: Vybrané poměrové ukazatele finančního plánu, investiční hodnota	129

PŘÍLOHY

Příloha 1: Spektrum léčených nemocí pro jednotlivé společnosti poskytující lázeňskou péči

	Onkologické	Oběhového ústrojí	Trávicího ústrojí	Poruchy látkové výměny	Dýchacího ústrojí	Nervové	Pohybového ústrojí	Močového ústrojí	Duševní poruchy	Kožní	Gynekologické
LÁZNĚ FRANTIŠKOVY L., A.S.	x	x	x	x		x	x			x	x
Léčebné lázně Jáchymov a.s.		x		x		x	x			x	
LLML A.S.	x	x	x	x	x	x	x	x			
Lázně Luhačovice a.s.	x	x	x	x	x	x	x				
SLATINNÉ L. TŘEBOŇ S.R.O.						x		x			
Františkovy L. AQUAFORUM a.s.	x	x	x			x	x			x	x
Imperial Karlovy Vary a. s.	x		x	x		x	x				
PRIESSNITZOVY LL A.S.	x			x	x				x	x	
AQUAKLIM, S.R.O.		x		x		x		x			x
LÁZNĚ DARKOV, A.S.		x				x	x			x	x

Zdroj: Výkazy a údaje jednotlivých společností, Vlastní zpracování

Příloha 2: Výpočet velikosti trhu přes úhrady pojišťoven

Výpočet velikosti trhu přes úhrady pojišťoven	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vvýdaje pojišťoven na lázeňskou péči (mld. Kč)	2,78	2,98	2,86	3,18	3,20	2,98	2,52	1,58	2,45	2,88	3,17	3,30	3,43
Počet návštěvníků celkem	327 078	346 556	383 387	378 181	375 866	360 178	360 537	377 552	348 348	347 377	364 648	366 264	370 573
KLP_komplexní lázeňská péče (počet lidí)	106 869	104 927	101 169	108 025	107 022	98 323	80 424	59 590	78 447	88 503	84 537	99 099	101 509
Náklady na člověka (hrazené pojišťovnou v Kč)	21 474	24 147	24 033	25 320	25 688	25 042	25 549	20 849	26 602	28 719	33 590	30 664	31 240
Náklady na člověka (samoplátce v Kč)	22 000	22 708	23 417	24 125	24 833	25 542	26 250	26 958	27 667	28 375	29 083	29 792	30 500
Náklady všech samoplátců a cizinců (mld. Kč)	4,84	5,49	6,61	6,52	6,68	6,69	7,35	8,57	7,47	7,35	8,15	7,96	8,21
Koeficient snížení pojišťovacích úhrad o PLP	17,5 %	15,0 %	15,0 %	14,0 %	14,1 %	17,4 %	18,5 %	21,4 %	14,8 %	11,7 %	10,4 %	7,9 %	7,5 %
Celkové tržby za lázeňství (mld. Kč)	7,62	8,47	9,47	9,70	9,88	9,67	9,87	10,15	9,92	10,23	11,32	11,26	11,64

Zdroj: Vlastní zpracování

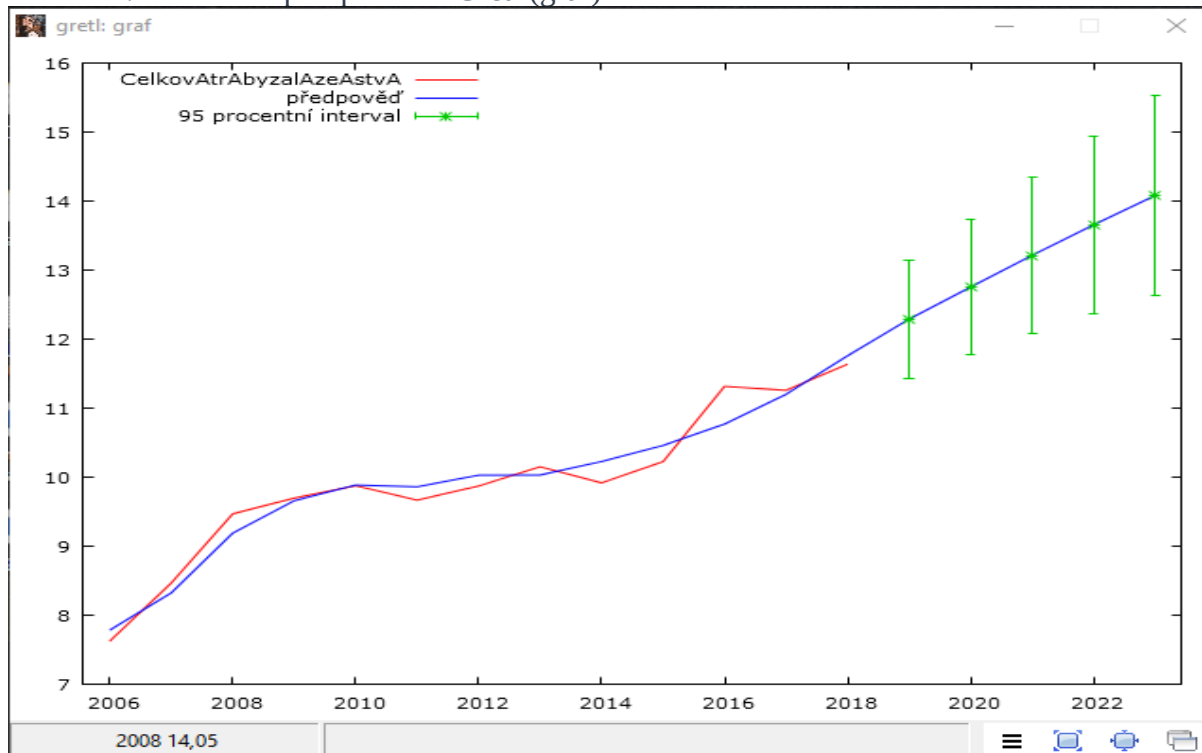
Příloha 3: Statistická předpověď – Gretl

gretl: předpovědi

	CelkovAtrAbyzalA~	předpověď	směr. chyba	95% konfidenční inter
2006	7,624598	7,784317		
2007	8,466992	8,324054		
2008	9,468605	9,189163		
2009	9,697513	9,658774		
2010	9,876293	9,886754		
2011	9,668213	9,861822		
2012	9,872966	10,029290		
2013	10,151726	10,032457		
2014	9,917261	10,227088		
2015	10,225550	10,459110		
2016	11,316562	10,769635		
2017	11,259291	11,200479		
2018	11,636452	11,759079		
2019		12,288868	0,384063	11,433122 - 13,144615
2020		12,753632	0,442384	11,767940 - 13,739325
2021		13,212698	0,507285	12,082397 - 14,343000
2022		13,654670	0,579620	12,363196 - 14,946143
2023		14,079392	0,653315	12,623716 - 15,535069

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 4: Statistická předpověď – Gretl (graf)



Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 5: Regrese (regresor HDP b.c.) – Excel

Regresní statistika								
Koeficient korelace	0,910207899							
Keficient determinace	0,82847842							
Upravený koeficient determinace	0,812885549							
Standardní chyba odhadu Y	0,476060618							
Počet pozorování	13							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	12,04147331	12,04147331	53,13187175	1,56423E-05			
Rezidua	11	2,49297083	0,226633712					
Celkem	12	14,53444414						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	1,703366924	1,137273404	1,49776379	0,162329912	-0,799754962	4,206488809	-0,79975496	4,206488809
HDP b.c. (X)	1,92809E-06	2,64514E-07	7,289161251	1,56423E-05	1,34589E-06	2,51028E-06	1,34589E-06	2,51028E-06

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 6: Regrese (regresor Inflace) – Excel

Regresní statistika								
Koeficient korelace	0,923517771							
Keficient determinace	0,852885073							
Upravený koeficient determinace	0,839510989							
Standardní chyba odhadu Y	0,440891008							
Počet pozorování	13							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	12,39621045	12,39621045	63,77147446	6,64423E-06			
Rezidua	11	2,138233688	0,194384881					
Celkem	12	14,53444414						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-1,440515616	1,429983085	-1,007365494	0,335404819	-4,587887165	1,706855933	-4,587887165	1,706855933
Inflace (X)	0,121097694	0,01516431	7,985704381	6,64423E-06	0,087721274	0,154474115	0,087721274	0,154474115

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 7: Regrese (regresor Průměrná hrubá mzda) – Excel

Regresní statistika								
Koeficient korelace	0,95453113							
Keficient determinace	0,91112968							
Upravený koeficient determinace	0,90305056							
Standardní chyba odhadu Y	0,34267407							
Počet pozorování	13							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	13,24276342	13,2427634	112,775855	4,04157E-07			
Rezidua	11	1,291680723	0,11742552					
Celkem	12	14,53444414						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	2,08562402	0,745419989	2,79791802	0,01733922	0,444965684	3,72628235	0,44496568	3,72628235
Průměrná hrubá mzda (X)	0,00031263	2,94386E-05	10,6195977	4,0416E-07	0,000247832	0,00037742	0,00024783	0,00037742

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 8: Regrese (regresor Počet obyvatel) – Excel

Regresní statistika								
Koeficient korelace	0,95812017							
Keficient determinace	0,91799426							
Upravený koeficient determinace	0,91053919							
Standardní chyba odhadu Y	0,32917361							
Počet pozorování	13							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	13,34253625	13,3425363	123,136947	2,58921E-07			
Rezidua	11	1,19190789	0,10835526					
Celkem	12	14,53444414						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-100,11618	9,918068463	-10,094322	6,7304E-07	-121,9456981	-78,286655	-121,9457	-78,286655
Počet obyvatel (X)	1,0489E-05	9,45276E-07	11,0967088	2,5892E-07	8,40891E-06	1,257E-05	8,4089E-06	1,257E-05

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 9: Regrese (regresory Průměrná hrubá mzda + Počet obyvatel) – Excel

Regresní statistika								
Koeficient korelace	0,97668104							
Keficient determinace	0,95390585							
Upravený koeficient determinace	0,94468701							
Standardní chyba odhadu Y	0,25883449							
Počet pozorování	13							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	2	13,86449122	6,93224561	103,473623	2,08E-07			
Rezidua	10	0,669952919	0,06699529					
Celkem	12	14,53444414						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-53,770841	18,34425638	-2,9312086	0,01500968	-94,64439165	-12,897291	-94,644392	-12,897291
Průměrná hrubá mzda (X1)	0,00015619	5,59587E-05	2,79122198	0,01907973	3,15094E-05	0,00028088	3,1509E-05	0,00028088
Počet obyvatel (X2)	5,6983E-06	1,87053E-06	3,0463374	0,01232852	1,53047E-06	9,8661E-06	1,5305E-06	9,8661E-06

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 10: Prognóza ziskové marže shora, investiční hodnota (tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tržby (tis. Kč)	870 721	901 196	937 244	974 734	1 033 218	1 126 207	1 261 352	1 374 874	1 457 366	1 508 374
KPVH před odpisy a daní	176 976	182 454	186 608	192 373	201 458	219 590	245 940	268 075	284 160	294 105
Zisková marže	20,33 %	20,25 %	19,91 %	19,74 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 11: Prognóza ziskové marže zdola, desetiletá predikce do roku 2028, investiční hodnota (tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tržby	845 360	870 721	901 196	937 244	974 734	1 033 218	1 126 207	1 261 352	1 374 874	1 457 366	1 508 374
Výkonová spotřeba	332 172	342 137	354 112	368 276	383 007	405 988	442 527	495 630	540 237	572 651	592 694
podíl na tržbách	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %	39,29 %
Osobní náklady	278 050	288 322	300 412	314 506	329 248	351 294	382 910	428 860	467 457	495 505	512 847
podíl na tržbách	32,89 %	33,11 %	33,33 %	33,56 %	33,78 %	34,00 %	34,00 %	34,00 %	34,00 %	34,00 %	34,00 %
Jiné provozní výnosy	3 817	3 932	4 069	4 232	4 401	4 665	5 085	5 695	6 208	6 580	6 811
podíl na tržbách	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %	0,45 %
Daně a poplatky	1 708	1 759	1 821	1 894	1 969	2 088	2 275	2 548	2 778	2 945	3 048
podíl na tržbách	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %
Rezervy v provozní oblasti	-2 650	521	-743	294	-157	0	0	0	0	0	0
podíl na tržbách	-0,31 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Jiné provozní náklady	63 045	64 936	67 209	69 897	72 693	77 055	83 990	94 069	102 535	108 687	112 491
podíl na tržbách	7,46 %	7,46 %	7,46 %	7,46 %	7,46 %	7,46 %	7,46 %	7,46 %	7,46 %	7,46 %	7,46 %
KPVH před daní a odpisy	176 852	176 976	182 454	186 608	192 373	201 458	219 590	245 940	268 075	284 160	294 105
Zisková marže	20,92 %	20,33 %	20,25 %	19,91 %	19,74 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 12: Doby obratu pro predikci pracovního kapitálu, tržní hodnota (tis. Kč)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ZÁSoby	TRŽBY CELKEM	900 367	812 619	829 143	874 712	845 360	872 721	900 158	926 789	951 828	975 286
	Tržby/365	2 467	2 226	2 272	2 396	2 316	2 391	2 466	2 539	2 608	2 672
	Materiál	10 432	10 527	11 186	10 219	10 390	10 494	10 584	10 650	10 685	10 688
	DO Materiálu	4,23	4,73	4,92	4,26	4,49	4,39	4,29	4,19	4,10	4
POHLEDÁVKY	Zboží	1 203	1 203	1 595	1 483	1 194	1 464	1 749	2 047	2 355	2 672
	DO Zboží	0,49	0,54	0,70	0,62	0,52	0,61	0,71	0,81	0,90	1
	Pohledávky z obchodních vztahů	15 239	13 609	17 410	15 827	14 792	15 564	16 356	17 151	17 934	18 704
	DO pohl. Z obch vztahů	6,18	6,11	7,66	6,60	6,39	6,51	6,63	6,75	6,88	7
NEÚROČENÉ ZÁVAZKY	Stát - daňové pohledávky	0	4 587	4 614	0	4 542	0	0	0	0	0
	DO daň pohl	0,00	2,06	2,03	0,00	1,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 875	3 210	3 711	3 428	2 280	2 553	2 838	3 133	3 434	3 741
	DO krát.posk.zál	1,57	1,44	1,63	1,43	0,98	1,07	1,15	1,23	1,32	1,40
ČR	Dohadné účty aktivní	1 881	16	24	0	0	0	0	0	0	0
	DO doh.účty aktivní	0,76	0,01	0,01	0,00	0,00	0	0	0	0	0
	Jiné pohledávky	414	5 554	7 643	6 264	3 968	4 473	5 001	5 549	6 109	6 680
	DO jiné pohl.	0,17	2,49	3,36	2,61	1,71	1,87	2,03	2,19	2,34	2,5
ČR	Krátkodobé přijaté zálohy	24 252	21 160	21 298	20 656	20 307	21 314	22 346	23 378	24 392	25 384
	DO krát.přij.zálohy	9,83	9,50	9,38	8,62	8,77	8,91	9,06	9,21	9,35	9,5
	Závazky z obchodních vztahů	32 172	19 713	27 594	34 602	29 564	30 275	30 973	31 627	32 213	32 732
	DO záv z OV	13,04	8,85	12,15	14,44	12,76	12,66	12,56	12,46	12,35	12,25
ČR	Závazky k zaměstnancům	14 375	14 305	13 886	15 562	15 365	16 037	16 722	17 402	18 063	18 704
	DO záv k zam	5,83	6,43	6,11	6,49	6,63	6,71	6,78	6,85	6,93	7,00
	Závazky ze soc.o zab. a zdrav.poj.	7 468	7 458	7 291	8 114	8 173	8 663	9 168	9 678	10 185	10 688
	DO soc. zab	3,03	3,35	3,21	3,39	3,53	3,62	3,72	3,81	3,91	4,00
ČR	Stát - daňové závazky a dotace	7 409	6 821	2 719	4 499	5 070	5 234	5 399	5 558	5 709	5 849
	DO daň závazky a dotace	3,00	3,06	1,20	1,88	2,19	2,19	2,19	2,19	2,19	2,19
	Dohadné účty pasivní	13 253	10 788	10 588	15 443	10 584	12 382	12 771	13 149	13 505	13 837
	DO doh. Účty pas	5,37	4,85	4,66	6,44	4,57	5,18	5,18	5,18	5,18	5,18
ČR	Jiné závazky	1	11	1	1 389	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	DO jiné záv	0,00	0,00	0,00	0,58	0,00	0	0	0	0	0
	Čas. rozlišení - Aktiv	23 222	18 492	19 338	21 395	25 912	25 226	24 447	23 551	22 525	21 376
	DO ČRA	9,41	8,31	8,51	8,93	11,19	10,55	9,91	9,28	8,64	8
ČR	Čas. rozlišení - Pasiv	5 438	2 923	4 950	4 901	5 296	5 330	5 357	5 369	5 365	5 344
	DO ČRP	2,20	1,31	2,18	2,05	2,29	2,23	2,17	2,11	2,06	2

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 13: Doby obratu pro predikci pracovního kapitálu, investiční hodnota (tis. Kč)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	TRŽBY CELKEM	900 367	812 619	829 143	874 712	845 360	870 721	901 196	937 244	974 734	1 033 218	1 126 207	1 261 352	1 374 874	1 457 366	1 508 374
	Tržby/365	2 467	2 226	2 272	2 396	2 316	2 386	2 469	2 568	2 671	2 831	3 085	3 456	3 767	3 993	4 133
ZÁSoby	Materiál	10 432	10 527	11 186	10 219	10 390	10 710	11 094	11 546	12 017	12 748	13 906	15 587	17 003	18 037	18 680
	<i>DO Materiálu</i>	<i>4,23</i>	<i>4,73</i>	<i>4,92</i>	<i>4,26</i>	<i>4,49</i>	<i>4,49</i>	<i>4,49</i>	<i>4,50</i>	<i>4,50</i>	<i>4,50</i>	<i>4,51</i>	<i>4,51</i>	<i>4,51</i>	<i>4,52</i>	<i>4,52</i>
	Zboží	1 203	1 203	1 595	1 483	1 194	1 242	1 297	1 362	1 430	1 529	1 682	1 901	2 091	2 236	2 331
	<i>DO Zboží</i>	<i>0,49</i>	<i>0,54</i>	<i>0,70</i>	<i>0,62</i>	<i>0,52</i>	<i>0,52</i>	<i>0,53</i>	<i>0,53</i>	<i>0,54</i>	<i>0,54</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>	<i>0,56</i>	<i>0,56</i>	<i>0,56</i>
	Pohledávky z obchod. vztahů	15 239	13 609	17 410	15 827	14 792	15 072	15 430	15 871	16 322	17 107	18 435	20 410	21 988	23 033	23 555
POHLEDÁVKY	<i>DO pohl. Z obch. vztahů</i>	<i>6,18</i>	<i>6,11</i>	<i>7,66</i>	<i>6,60</i>	<i>6,39</i>	<i>6,32</i>	<i>6,25</i>	<i>6,18</i>	<i>6,11</i>	<i>6,04</i>	<i>5,97</i>	<i>5,91</i>	<i>5,84</i>	<i>5,77</i>	<i>5,7</i>
	Stát - daňové pohledávky	0	4 587	4 614	0	4 542	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	<i>DO daň pohl</i>	<i>0,00</i>	<i>2,06</i>	<i>2,03</i>	<i>0,00</i>	<i>1,96</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 875	3 210	3 711	3 428	2 280	2 386	2 469	2 568	2 671	2 831	3 085	3 456	3 767	3 993	4 133
	<i>DO krát.posk.zál</i>	<i>1,57</i>	<i>1,44</i>	<i>1,63</i>	<i>1,43</i>	<i>0,98</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>
	Dohadné účty aktivní	1 881	16	24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	<i>DO doh.účty aktivní</i>	<i>0,76</i>	<i>0,01</i>	<i>0,01</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
	Jiné pohledávky	414	5 554	7 643	6 264	3 968	4 161	4 383	4 638	4 906	5 288	5 860	6 670	7 387	7 954	8 333
	<i>DO jiné pohl.</i>	<i>0,17</i>	<i>2,49</i>	<i>3,36</i>	<i>2,61</i>	<i>1,71</i>	<i>1,74</i>	<i>1,78</i>	<i>1,81</i>	<i>1,84</i>	<i>1,87</i>	<i>1,90</i>	<i>1,93</i>	<i>1,96</i>	<i>1,99</i>	<i>2,02</i>
	Krátkodobé přijaté zálohy	24 252	21 160	21 298	20 656	20 307	20 733	21 269	21 923	22 594	23 733	25 632	28 442	30 713	32 249	33 060
NEÚROČENÉ ZÁVAZKY	<i>DO krát.přij.zálohy</i>	<i>9,83</i>	<i>9,50</i>	<i>9,38</i>	<i>8,62</i>	<i>8,77</i>	<i>8,69</i>	<i>8,61</i>	<i>8,54</i>	<i>8,46</i>	<i>8,38</i>	<i>8,31</i>	<i>8,23</i>	<i>8,15</i>	<i>8,08</i>	<i>8</i>
	Závazky z obchodních vztahů	32 172	19 713	27 594	34 602	29 564	29 791	30 151	30 648	31 135	32 221	34 267	37 424	39 751	41 032	41 325
	<i>DO záv z OV</i>	<i>13,04</i>	<i>8,85</i>	<i>12,15</i>	<i>14,44</i>	<i>12,76</i>	<i>12,49</i>	<i>12,21</i>	<i>11,94</i>	<i>11,66</i>	<i>11,38</i>	<i>11,11</i>	<i>10,83</i>	<i>10,55</i>	<i>10,28</i>	<i>10</i>
	Závazky k zaměstnancům	14 375	14 305	13 886	15 562	15 365	15 675	16 067	16 547	17 039	17 882	19 296	21 392	23 078	24 210	24 795
	<i>DO záv k zam</i>	<i>5,83</i>	<i>6,43</i>	<i>6,11</i>	<i>6,49</i>	<i>6,63</i>	<i>6,57</i>	<i>6,51</i>	<i>6,44</i>	<i>6,38</i>	<i>6,32</i>	<i>6,25</i>	<i>6,19</i>	<i>6,13</i>	<i>6,06</i>	<i>6,00</i>
	Závazky ze soc. zab. a zdr.poj.	7 468	7 458	7 291	8 114	8 173	8 411	8 699	9 039	9 393	9 948	10 835	12 125	13 205	13 986	14 464
	<i>DO soc. zab</i>	<i>3,03</i>	<i>3,35</i>	<i>3,21</i>	<i>3,39</i>	<i>3,53</i>	<i>3,53</i>	<i>3,52</i>	<i>3,52</i>	<i>3,52</i>	<i>3,51</i>	<i>3,51</i>	<i>3,51</i>	<i>3,51</i>	<i>3,50</i>	<i>3,50</i>
	Stát - daňové závazky a dotace	7 409	6 821	2 719	4 499	5 070	5 058	5 065	5 090	5 110	5 221	5 479	5 898	6 169	6 264	6 199
	<i>DO daň závazky a dotace</i>	<i>3,00</i>	<i>3,06</i>	<i>1,20</i>	<i>1,88</i>	<i>2,19</i>	<i>2,12</i>	<i>2,05</i>	<i>1,98</i>	<i>1,91</i>	<i>1,84</i>	<i>1,78</i>	<i>1,71</i>	<i>1,64</i>	<i>1,57</i>	<i>1,50</i>
	Dohadné účty pasivní	13 253	10 788	10 588	15 443	10 584	11 004	11 495	12 066	12 663	13 545	14 897	16 833	18 510	19 792	20 663
	<i>DO doh. Účty pas</i>	<i>5,37</i>	<i>4,85</i>	<i>4,66</i>	<i>6,44</i>	<i>4,57</i>	<i>4,61</i>	<i>4,66</i>	<i>4,70</i>	<i>4,74</i>	<i>4,78</i>	<i>4,83</i>	<i>4,87</i>	<i>4,91</i>	<i>4,96</i>	<i>5,00</i>
	Jiné závazky	1	11	1	1 389	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	<i>DO jiné záv</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,58</i>	<i>0,00</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
ČR	ČRA	23 222	18 492	19 338	21 395	25 912	26 167	26 543	27 043	27 540	28 573	30 470	33 370	35 549	36 809	37 193
	<i>DO ČRA</i>	<i>9,41</i>	<i>8,31</i>	<i>8,51</i>	<i>8,93</i>	<i>11,19</i>	<i>10,97</i>	<i>10,75</i>	<i>10,53</i>	<i>10,31</i>	<i>10,09</i>	<i>9,88</i>	<i>9,66</i>	<i>9,44</i>	<i>9,22</i>	<i>9</i>
	ČRP	5 438	2 923	4 950	4 901	5 296	5 267	5 257	5 266	5 266	5 359	5 599	5 999	6 243	6 303	6 199
	<i>DO ČRP</i>	<i>2,20</i>	<i>1,31</i>	<i>2,18</i>	<i>2,05</i>	<i>2,29</i>	<i>2,21</i>	<i>2,13</i>	<i>2,05</i>	<i>1,97</i>	<i>1,89</i>	<i>1,81</i>	<i>1,74</i>	<i>1,66</i>	<i>1,58</i>	<i>1,5</i>

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 14: Minulost a prognóza pracovního kapitálu, investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
peněžní prostředky	201 514	158 441	154 489	230 786	213 920	217 613	222 590	228 749	235 043	246 120	264 972	293 074	315 423	330 080	337 215
zásoby	11 635	11 730	12 781	11 702	11 584	11 952	12 391	12 908	13 447	14 278	15 589	17 488	19 094	20 273	21 011
pohledávky	21 409	26 976	33 402	25 519	25 582	21 618	22 282	23 077	23 899	25 226	27 380	30 536	33 142	34 980	36 021
(-) neúročené závazky	98 930	80 256	83 377	100 265	89 063	90 672	92 746	95 312	97 935	102 550	110 405	122 114	131 426	137 533	140 506
časové rozlišení aktiv	23 222	18 492	19 338	21 395	25 912	26 167	26 543	27 043	27 540	28 573	30 470	33 370	35 549	36 809	37 193
(-) časové rozlišení pasiv	5 438	2 923	4 950	4 901	5 296	5 267	5 257	5 266	5 266	5 359	5 599	5 999	6 243	6 303	6 199
(=) upravený PK	153 412	132 460	131 683	184 236	182 639	181 411	185 803	191 199	196 729	206 288	222 407	246 355	265 540	278 306	284 735

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 15: Dlouhodobý nehmotný majetek včetně odpisů a investic, investiční hodnota (tis. Kč)

Software	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Celkem
Odpisy	355	215	0	0	0	0	0	0	0	0	
Zůstatková hodnota	215	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Investice brutto	623	980	2 500	1 000	1 000	1 048	1 050	1 050	1 050	1 050	11 351
Pořizovací hodnota	623	1 603	4 103	5 103	6 103	6 528	6 598	5 148	5 198	5 248	
Odpisy (4 let)	0	156	401	1 026	1 276	1 526	1 632	1 650	1 287	1 300	
Investice netto	268	609	2 099	-26	-276	-478	-582	-600	-237	-250	
Odpisy	355	371	401	1 026	1 276	1 526	1 632	1 650	1 287	1 300	
Zůstatková hodnota	838	1 447	3 547	3 521	3 245	2 767	2 185	1 586	1 349	1 099	

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 16: Dlouhodobý hmotný majetek včetně odpisů a investic, investiční hodnota (tis. Kč)

Stavby	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Celkem
Odpisy	58 064	58 064	58 064	58 064	58 064	58 064	58 064	58 064	58 064	58 064	
Zůstatková hodnota	885 707	827 643	769 579	711 515	653 451	595 387	537 323	479 259	421 195	363 131	
Investice brutto	160 000	170 000	180 000	190 000	202 114	130 000	100 000	80 000	75 000	75 000	1 362 114
Pořizovací hodnota	160 000	330 000	510 000	700 000	902 114	872 114	802 114	702 114	587 114	460 000	
Odpisy (50 let)	0	3 200	6 600	10 200	14 000	18 042	17 442	16 042	14 042	11 742	
Investice netto	101 936	108 736	115 336	121 736	130 050	53 894	24 494	5 894	2 894	5 194	
Odpisy	58 064	61 264	64 664	68 264	72 064	76 106	75 506	74 106	72 106	69 806	
Zůstatková hodnota	1 045 707	1 154 443	1 269 779	1 391 515	1 521 565	1 575 459	1 599 952	1 605 846	1 608 740	1 613 934	

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 17: Hmotné movité věci včetně odpisů a investic, investiční hodnota (tis. Kč)

HMV	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Celkem
Odpisy	21 361	21 361	2 335	0	0	0	0	0	0	0	
Zůstatková hodnota	23 696	2 335	0	0	0	0	0	0	0	0	
Investice brutto	30 000	30 000	50 000	70 000	75 000	55 000	50 000	50 000	50 000	50 793	510 793
Pořizovací hodnota	30 000	60 000	110 000	180 000	255 000	280 000	300 000	300 000	280 000	255 793	
Odpisy (6 let)	0	5 000	10 000	18 333	30 000	42 500	46 667	50 000	50 000	46 667	
Investice netto	8 639	3 639	37 665	51 667	45 000	12 500	3 333	0	0	4 126	
Odpisy	21 361	26 361	12 335	18 333	30 000	42 500	46 667	50 000	50 000	46 667	
Zůstatková hodnota	53 696	57 335	95 000	146 667	191 667	204 167	207 500	207 500	207 500	211 626	

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 18: Zůstatková cena zbylých položky aktiv pro plán dlouhodobého majetku, investiční hodnota (tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Pozemky	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243
Jiný DL hmotný maj.	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354
Poskytnuté zálohy	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398
Nedokončený DL maj.	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 19: Souhrnné položky plánu DM oceňovaného podniku, investiční hodnota (tis.Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Suma odpisů	79 780	87 996	77 400	87 623	103 340	120 132	123 805	125 756	123 393	117 772
Zůstatková hodnota DNM	838	1 447	3 547	3 521	3 245	2 767	2 185	1 586	1 349	1 099
Zůstatková hodnota DHM	1 232 305	1 344 680	1 497 681	1 671 084	1 846 134	1 912 527	1 940 354	1 946 248	1 949 142	1 958 462
Suma investic brutto do DM	190 623	200 980	232 500	261 000	278 114	186 048	151 050	131 050	126 050	126 843
Suma investic netto do DM	110 843	112 984	155 100	173 377	174 774	65 916	27 245	5 294	2 657	9 071
2019-2023 brutto investice										1 884 258
2019-2023 netto investice										837 261

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 20: Korigovaný provozní výsledek a zisková marže po odpisech a zdanění, investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
KPVH před odpisy a daní	263 249	197 980	194 408	204 958	176 852	176 976	182 454	186 608	192 373	201 458	219 590	245 940	268 075	284 160	294 105
Výše odpisů	95 009	89 545	88 505	89 310	96 142	79 780	87 996	77 400	87 623	103 340	120 132	123 805	125 756	123 393	117 772
Daňová sazba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
KPVH po odpisech a daní	136 274	87 832	85 781	93 675	65 375	78 729	76 512	88 458	84 848	79 476	80 561	98 930	115 279	130 221	142 829
Zisk. Marže po daní a odpisech	15,1 %	10,8 %	10,3 %	10,7 %	7,7 %	9,0 %	8,5 %	9,4 %	8,7 %	7,7 %	7,2 %	7,8 %	8,4 %	8,9 %	9,5 %
Průměrné tempo růstu KPVH	-16,78 %					16,06 %									

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 21: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu, investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Prov. nutný inv. Kap.	1 299 248	1 260 222	1 229 005	1 206 597	1 224 615	1 414 554	1 531 930	1 692 426	1 871 333	2 055 666	2 137 701	2 188 895	2 213 374	2 228 796	2 244 296
Obrat prov.nutného prac. kap.	X	0,63	0,66	0,71	0,70	0,67	0,64	0,61	0,58	0,55	0,55	0,59	0,63	0,66	0,68
Rentabilita inv. kapitálu	X	6,76 %	6,81 %	7,62 %	5,42 %	6,0 %	5,4 %	5,8 %	5,0 %	4,2 %	3,9 %	4,6 %	5,3 %	5,9 %	6,4 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 22: Rozdělení ratingových skupin dle ukazatele úrokového krytí

Greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0.499999	D2/D	19.38 %
0,5	0.799999	C2/C	14.54 %
0,8	1.249999	Ca2/CC	11.08 %
1,25	1.499999	Caa/CCC	9.00 %
1,5	1.999999	B3/B-	6.60 %
2	2.499999	B2/B	5.40 %
2,5	2.999999	B1/B+	4.50 %
3	3.499999	Ba2/BB	3.60 %
3,5	3.999999	Ba1/BB+	3,00 %
4	4.499999	Baa2/BBB	2,00 %
4,5	5.999999	A3/A-	1,56 %
6	7.499999	A2/A	1,38 %
7,5	9.499999	A1/A+	1,25 %
9,5	12.499999	Aa2/AA	1,00 %
12,5	100000	Aaa/AAA	0,75 %

Zdroj: Damodaran, Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread 2019

Příloha 23: Výpočet nákladů cizího kapitálu pro společnost LLML, investiční hodnota (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	PH
Bilanční suma	1 793 052	1 709 283	1 674 519	1 703 962	1 713 365	1 855 450	2 004 722	2 177 883	2 358 928	2 548 986	2 652 728	2 783 664	2 931 507	3 093 388	3 266 983	---
EBIT	168 240	108 435	105 903	115 648	80 710	97 196	94 459	109 208	104 750	98 119	99 458	122 135	142 319	160 766	176 333	---
Úrokové krytí	30	27	39	77	181	973	51	30	19	12	12	12	12	12	12	---
Rating	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	---
Rizik. přírážka podniku	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %
Bezrizik. výn. míra ČR	x	x	x	x	x	2,07 %	1,97 %	1,78 %	1,69 %	1,62 %	1,58 %	1,64 %	1,69 %	1,76 %	1,76 %	1,64 %
Náklady CK	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	2,82 %	2,72 %	2,53 %	2,44 %	2,37 %	2,33 %	2,39 %	2,44 %	2,51 %	2,51 %	2,39 %
Nákladové úroky	5 557	4 038	2 750	1 496	445	100	1 039	1 883	2 763	3 644	10 393	11 298	12 270	13 539	14 519	---

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 24: Zadlužení společnosti dle požadavků investora a potřeb rozsáhlých investic (tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Úročený cizí kapitál	176 073	129 739	84 773	31 389	3 548	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Poměr k úč. bilanční sumě	9,82 %	7,59 %	5,06 %	1,84 %	0,21 %	3,67 %	7,12 %	10,58 %	14,04 %	17,50 %	17,80 %	18,10 %	18,40 %	18,70 %	19,00 %
Nový úročený cizí kapitál	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	68 015	142 821	230 482	331 227	446 073	472 185	503 843	539 397	578 464	620 727
Nákladové úroky	5 557	4 038	2 750	1 496	445	100	1 853	3 607	5 632	7 854	10 393	11 298	12 270	13 539	14 519

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 25: Plán výkazu zisků a ztrát, investiční hodnota (tis. Kč)

Hlavní provoz společnosti	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tržby z prodeje výrobků a služeb	870 721	901 196	937 244	974 734	1 033 218	1 126 207	1 261 352	1 374 874	1 457 366	1 508 374
Výkonová spotřeba	342 137	354 112	368 276	383 007	405 988	442 527	495 630	540 237	572 651	592 694
Osobní náklady	288 322	300 412	314 506	329 248	351 294	382 910	428 860	467 457	495 505	512 847
Ostatní provozní výnosy	3 932	4 069	4 232	4 401	4 665	5 085	5 695	6 208	6 580	6 811
Ostatní provozní náklady	67 217	68 287	72 085	74 506	79 143	86 265	96 617	105 313	111 632	115 539
KPVH před odpisy a daněmi	176 976	182 454	186 608	192 373	201 458	219 590	245 940	268 075	284 160	294 105
Odpisy DM	79 780	87 996	77 400	87 623	103 340	120 132	123 805	125 756	123 393	117 772
Provozní VH (KPVH)	97 196	94 459	109 208	104 750	98 119	99 458	122 135	142 319	160 766	176 333

VH z provozně nepotřebných aktiv										
Tržby z prodaného DM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého FM	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248
Výnosové úroky a podobné výnosy	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99
Ostatní finanční výnosy	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912
Ostatní finanční náklady	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481
VH z neprovozního majetku	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222

Náklady na cizí kapitál										
Nákladové úroky	100	1 853	3 607	5 632	7 854	10 393	11 298	12 270	13 539	14 519

Celkový VH před daní	93 874	89 384	102 379	95 896	87 042	85 844	107 617	126 831	144 009	158 596
Daň z příjmu	17 836	16 983	19 452	18 220	16 538	16 310	20 447	24 098	27 362	30 133
VH za účetní období	76 038	72 401	82 927	77 676	70 504	69 534	87 170	102 733	116 648	128 463
Výplata dividend minulého roku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výplatní poměr dividendy	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Příděl do NZML	76 038	72 401	82 927	77 676	70 504	69 534	87 170	102 733	116 648	128 463

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 26: Plán výkazu cash flow, investiční hodnota (tis. Kč)

Stav neprovozních PP na začátku roku	0	30 889	60 722	70 813	70 327	71 344	84 954	152 586	266 391	406 679
CF z hlavního provozu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
KPVH před daní	97 196	94 459	109 208	104 750	98 119	99 458	122 135	142 319	160 766	176 333
Daň z KPVH	18 467	17 947	20 750	19 903	18 643	18 897	23 206	27 041	30 546	33 503
KPVH po dani	78 729	76 512	88 458	84 848	79 476	80 561	98 930	115 279	130 221	142 829
Odpisy	79 780	87 996	77 400	87 623	103 340	120 132	123 805	125 756	123 393	117 772
Změna rezerv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna PK provozně nutného	-1 228	4 391	5 396	5 530	9 559	16 119	23 948	19 185	12 766	6 429
Provozní CF	159 737	160 116	160 462	166 941	173 257	184 574	198 786	221 850	240 848	254 173
Investice do DM brutto - PN	190 623	200 980	232 500	261 000	278 114	186 048	151 050	131 050	126 050	126 843
CF z provozně nutného majetku	-30 886	-40 864	-72 038	-94 059	-104 857	-1 474	47 736	90 800	114 798	127 330
CF z neprovozního majetku										
Příjmy z prodeje DM a materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ZC prodaného DM a materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého FM	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248	6 248
Výnosové úroky a podobné výnosy	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99
Ostatní finanční výnosy	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912
Ostatní finanční náklady	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481	14 481
CF z neprovozního majetku	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222	-3 222
Náklady na cizí kapitál, daň financování										
Nákladové úroky	100	1 853	3 607	5 632	7 854	10 393	11 298	12 270	13 539	14 519
Diference mezi celkovou daní a daní z KPVH	631	964	1 298	1 682	2 105	2 587	2 759	2 943	3 184	3 370
ZS kr. závazků k úvěrovým institucím	64 467	74 807	87 660	100 745	114 846	26 113	31 658	35 554	39 066	42 263
Externí změny vlastního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výplata dividend	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CF z finanční činnosti	64 998	73 918	85 351	96 795	109 096	18 307	23 118	26 227	28 711	31 114
CF celkové	30 889	29 832	10 091	-486	1 017	13 611	67 632	113 805	140 287	155 221
Stav neprovozních PP na konci roku	30 889	60 722	70 813	70 327	71 344	84 954	152 586	266 391	406 679	561 900

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 27: Plán rozvahy – Aktiva, investiční hodnota (tis. Kč)

tis. Kč	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
AKTIVA CELKEM	1 855 450	2 004 722	2 177 883	2 358 928	2 548 986	2 652 728	2 783 664	2 931 507	3 093 388	3 266 983
Stálá aktiva	1 545 199	1 658 183	1 813 284	1 986 660	2 161 435	2 227 351	2 254 596	2 259 890	2 262 547	2 271 617
Dlouhodobý nehmotný majetek	838	1 447	3 547	3 521	3 245	2 767	2 185	1 586	1 349	1 099
Software	838	1 447	3 547	3 521	3 245	2 767	2 185	1 586	1 349	1 099
Dlouhodobý hmotný majetek	1 232 305	1 344 680	1 497 681	1 671 084	1 846 134	1 912 527	1 940 354	1 946 248	1 949 142	1 958 462
Pozemky	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243	88 243
Stavby	1 045 707	1 154 443	1 269 779	1 391 515	1 521 565	1 575 459	1 599 952	1 605 846	1 608 740	1 613 934
Hmotné movité věci a jejich soubory	53 696	57 335	95 000	146 667	191 667	204 167	207 500	207 500	207 500	211 626
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354
Poskytnuté zálohy na DHM	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398	9 398
Nedokončený DHM	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907	32 907
Dlouhodobý finanční majetek	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056
Podíly – podstatný vliv	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056	312 056
Oběžná aktiva	284 084	319 996	337 557	344 727	358 978	394 907	495 698	636 068	794 033	958 173
Zásoby	11 952	12 391	12 908	13 447	14 278	15 589	17 488	19 094	20 273	21 011
Materiál	10 710	11 094	11 546	12 017	12 748	13 906	15 587	17 003	18 037	18 680
Zboží	1 242	1 297	1 362	1 430	1 529	1 682	1 901	2 091	2 236	2 331
Pohledávky	23 628	24 292	25 087	25 909	27 236	29 390	32 546	35 152	36 990	38 031
Dlouhodobé pohledávky	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010
Krátkodobé pohledávky	21 618	22 282	23 077	23 899	25 226	27 380	30 536	33 142	34 980	36 021
Pohledávky z obchodních vztahů	15 072	15 430	15 871	16 322	17 107	18 435	20 410	21 988	23 033	23 555
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 386	2 469	2 568	2 671	2 831	3 085	3 456	3 767	3 993	4 133
Jiné pohledávky	4 161	4 383	4 638	4 906	5 288	5 860	6 670	7 387	7 954	8 333
Peněžní prostředky	248 504	283 313	299 562	305 371	317 464	349 928	445 664	581 822	736 769	899 130
provozně potřebné PP	217 613	222 590	228 749	235 043	246 120	264 972	293 074	315 423	330 080	337 215
provozně nepotřebné PP	30 889	60 722	70 813	70 327	71 344	84 954	152 586	266 391	406 679	561 900
Časové rozlišení aktiv	26 167	26 543	27 043	27 540	28 573	30 470	33 370	35 549	36 809	37 193

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 28: Plán rozvahy – Pasiva, investiční hodnota (tis. Kč)

tis. Kč	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
PASIVA CELKEM	1 855 450	2 004 722	2 177 883	2 358 928	2 548 986	2 652 728	2 783 664	2 931 507	3 093 388	3 266 983
Vlastní kapitál	1 644 387	1 716 788	1 799 715	1 877 391	1 947 895	2 017 429	2 104 599	2 207 332	2 323 979	2 452 442
Základní kapitál	422 756	422 756	422 756	422 756	422 756	422 756	422 756	422 756	422 756	422 756
Ážio a kapitálové fondy	53 646	53 646	53 646	53 646	53 646	53 646	53 646	53 646	53 646	53 646
Fondy ze zisku	86 724	86 724	86 724	86 724	86 724	86 724	86 724	86 724	86 724	86 724
VH minulých let (+/-)	1 005 223	1 081 261	1 153 662	1 236 589	1 314 265	1 384 769	1 454 303	1 541 473	1 644 206	1 760 853
VH běžného účetního období (+/-)	76 038	72 401	82 927	77 676	70 504	69 534	87 170	102 733	116 648	128 463
Cizí zdroje	205 796	282 676	372 903	476 271	595 731	629 699	673 066	717 933	763 106	808 342
Rezervy	17 365	17 365	17 365	17 365	17 365	17 365	17 365	17 365	17 365	17 365
Závazky	188 431	265 311	355 538	458 906	578 366	612 334	655 701	700 568	745 741	790 977
Dlouhodobé závazky	29 744	29 744	29 744	29 744	29 744	29 744	29 744	29 744	29 744	29 744
Krátkodobé závazky	158 687	235 567	325 794	429 162	548 622	582 590	625 957	670 824	715 997	761 233
Závazky k úvěrovým institucím	68 015	142 821	230 482	331 227	446 073	472 185	503 843	539 397	578 464	620 727
Krátkodobé přijaté zálohy	20 733	21 269	21 923	22 594	23 733	25 632	28 442	30 713	32 249	33 060
Závazky z obchodních vztahů	29 791	30 151	30 648	31 135	32 221	34 267	37 424	39 751	41 032	41 325
Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	15 675	16 067	16 547	17 039	17 882	19 296	21 392	23 078	24 210	24 795
Závazky ze soc. zab. a zdrav. poj.	8 411	8 699	9 039	9 393	9 948	10 835	12 125	13 205	13 986	14 464
Stát – daňové závazky a dotace	5 058	5 065	5 090	5 110	5 221	5 479	5 898	6 169	6 264	6 199
Dohadné účty pasivní	11 004	11 495	12 066	12 663	13 545	14 897	16 833	18 510	19 792	20 663
Časové rozlišení pasiv	5 267	5 257	5 266	5 266	5 359	5 599	5 999	6 243	6 303	6 199

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 29: Vybrané poměrové ukazatele finančního plánu, investiční hodnota

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Okamžitá likvidita	1,57	1,20	0,92	0,71	0,58	0,60	0,71	0,87	1,03	1,18
Pohotová likvidita	1,71	1,31	1,00	0,77	0,63	0,65	0,76	0,92	1,08	1,23
Běžná likvidita	1,79	1,36	1,04	0,80	0,65	0,68	0,79	0,95	1,11	1,26
ROE	4,62 %	4,22 %	4,61 %	4,14 %	3,62 %	3,45 %	4,14 %	4,65 %	5,02 %	5,24 %
ROA	4,10 %	3,61 %	3,81 %	3,29 %	2,77 %	2,62 %	3,13 %	3,50 %	3,77 %	3,93 %
Rentabilita invest. Kap.	6,03 %	5,41 %	5,77 %	5,01 %	4,25 %	3,92 %	4,63 %	5,27 %	5,88 %	6,41 %
Celková zadluženost	11,09 %	14,10 %	17,12 %	20,19 %	23,37 %	23,74 %	24,18 %	24,49 %	24,67 %	24,74 %
Dlouhodobé krytí stálých aktiv	1,08	1,05	1,01	0,96	0,91	0,92	0,95	0,99	1,04	1,09
Úrokové krytí	973,17	50,98	30,28	18,60	12,49	9,57	10,81	11,60	11,87	12,14
Doba obratu majetku (dnů)	778	812	848	883	900	860	806	778	775	791

Zdroj: Vlastní zpracování