

vyhlídky oceňovaného aktiva. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je nutné vzít na vědomí, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

U všech výnosových metod se v diskontní sazbě, respektive v míře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a jedinečnost oceňovaného aktiva.

5.1.2 Metody tržní komparace

Přístup tržního porovnávání určuje hodnotu vlastního kapitálu podniku na základě porovnání oceňované společnosti se srovnatelnými firmami působícími v podobné oblasti podnikání, které jsou veřejně obchodovatelné nebo jsou součástí veřejné či soukromé transakce. Přihlíží se rovněž k předchozím transakcím týkajícím se vlastního kapitálu předmětné společnosti. Odhad se provádí na základě „metody srovnatelných podniků“ nebo na základě „metody srovnatelných transakcí“. Metoda srovnatelných podniků vychází ze srovnání s obdobnými podniky, u kterých je známa cena jejich obchodovaných akcií. Ze srovnání s obdobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu, vychází metoda srovnatelných transakcí. Ocenění na základě metody tržní komparace lze provést při splnění několika podmínek, kterými jsou především dostupnost široké základny dat o srovnatelných podnicích a uskutečněných transakcích.

Nedílnou součástí tohoto přístupu je finanční analýza a porovnání oceňovaného podniku se srovnatelnými podniky z hlediska likvidity, zisků, výnosů, jejich růstu a produktivity. Srovnatelné transakce jsou analyzovány na základě kritérií porovnatelnosti, jakými jsou podmínky transakce, její rozsah a termín realizace. Tato analýza je důležitá při výběru příslušných koeficientů, které se aplikují na finanční údaje oceňovaného podniku. Příslušné údaje jsou porovnány a náležitě upraveny s ohledem na oceňovaný podnik.

Při ocenění metodou srovnatelných podniků je však nutné vzít v úvahu nejen jednotlivé srovnatelné podniky, ale také prostředí, ve kterém se nacházejí. Podstatné je uvažovat v kontextu makroekonomických charakteristik, které souvisí s příslušným odvětvím, ve kterém oceňované společnosti působí, a vytvořit si tak určitý rámec pro následné analýzy. Po důkladném zhodnocení finanční situace oceňovaného podniku a jeho postavení na relevantním trhu je poté možné přistoupit k výběru srovnatelných podniků a následně zvolit příslušné násobitele, pomocí kterých bude stanoven násobitel vhodný pro oceňovaný podnik a jež povede k odvození konečné hodnoty jeho akcie.

5.1.3 Majetkový přístup

Majetkový přístup ocenění podniků stanovuje hodnotu majetkové podstaty podniku (substanci). Majetková hodnota podniku je pak dána jako rozdíl individuálně oceněných položek majetku a závazků. Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky.

V případě, že pracujeme s předpokladem „going concern“, ocenění by mělo odrážet náklady na znovupořízení majetku (reprodukční hodnotu sníženou o hodnotu opotřebení) - metoda substanční hodnoty. Další majetkovou metodou je metoda likvidační hodnoty. V daném případě nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku a posuzujeme hodnotu z pohledu peněz, které bychom mohli získat prodejem jednotlivých částí majetku podniku po úhradě závazků. Mezi majetkové metody patří rovněž metoda účetní hodnoty. V tomto případě vycházíme z ocenění majetku a závazků na bázi účetních principů a zásad. V rámci přecenění dílčích složek majetku a závazků lze samozřejmě využít i ostatní aplikovatelné metody.

5.1.4 Metoda amortizační hodnoty

Pro ocenění podniků, u kterých není možné přijmout předpoklad going concern, ale které není nutné likvidovat okamžitě, lze s výhodou použít metodu amortizační hodnoty. Tato metoda pracuje se zbývajícím životností podniku (několik let) a likvidací na konci životnosti.

Její základní podoba odpovídá výnosovým metodám, a proto je možné ji s výhodou použít i pro ocenění podniku. Metoda amortizační hodnoty je založená na peněžních tocích a jejich prognóze. Na rozdíl od běžné metody diskontovaného cash flow ale v tomto případě zjišťujeme, jaké množství peněžních prostředků můžeme z podniku odčerpat bez ohledu na to, zda to bude z vlastního hospodaření nebo z likvidace.

5.2 Volba metody

Ze závěrů finanční a strategické analýzy vyplynulo, že dlouhodobá existence Společnosti není ohrožena a je splněn tzv. going concern princip, tj. předpoklad nekonečného trvání podniku. Jako primární metoda pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění, tj. 51% podílu ve Společnosti, byla vybrána výnosová metoda kapitalizovaných čistých výnosů. K primární metodě Zhotovitel dále zvolil alternativní přístup, konkrétně metodu tržního porovnání pomocí odvětvových násobitelů.

6 Stanovení hodnoty Předmětu ocenění pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) je oceňovací postup vedoucí ke zjištění výnosové hodnoty podniku. Tato metoda je na úrovni „netto“ (nebo „equity“), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Metoda KČV rozlišuje dvě základní varianty přístupu k ocenění - paušální metodu a analytickou metodu. V případě Předmětu ocenění byla použita paušální metoda, ve které je základem ocenění výnosový potenciál k datu ocenění, tj. vychází se z historických výsledků hospodaření Předmětu ocenění.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů představuje variantu metody kapitalizovaných čistých výnosů, která se opírá o historickou výkonnost Společnosti a představuje určitý „trvale odnímatelný čistý výnos“, který lze minimálně předpokládat i pro budoucí období. Tato metoda objektivizuje čistý výnos a stanovuje hodnotu dle minulých upravených výsledků hospodaření.

Při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů probíhá výpočet v následujících krocích. Prvním krokem je určení trvale odnímatelného čistého výnosu (TOČV). Následně je určena diskontní míra, kterou je nutné očistit o dlouhodobě prognózovanou inflaci, neboť metoda počítá se stálými cenami, zatímco dílčí složky pro výpočet diskontní míry jsou uváděny v nominální výši, tedy včetně inflace. Poté vypočteme provozní hodnotu podniku netto jako věčnou rentu trvale odnímatelného čistého výnosu. V závěrečném kroku se výsledek koriguje připočtením hodnoty neprovozního majetku.

Při rozdělení majetku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva vycházíme z předpokladu, že část podniku potřebuje majetek určité velikosti a struktury ke své podnikatelské činnosti. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně nutná. Ostatní jsou pak označována jako provozně nepotřebná/ neprovozní aktiva. Důvody rozdělení spočívají jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplynou žádné popř. nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od hlavního provozu.

6.1.1 Způsob stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu

Určení trvale odnímatelného čistého výnosu probíhá ve dvou krocích. Nejprve se analyzují minulé výsledky hospodaření a upravují na základě analýzy dosavadního vývoje firmy. Cílem je určit čisté výnosy, které by bylo možné rozdělit, aniž bychom snižovali majetkovou podstatu (substanci) podniku. Obecně existuje řada úprav, přičemž úprava hospodářských výsledků se týká především následujících korekcí:

- / vyčlenění nákladů a výnosů, které plynou z majetku provozně nepotřebného,

- / eliminace mimořádných nákladů a výnosů,
- / eliminace nákladů a výnosů jednorázové povahy.

Upravené výsledky hospodaření za minulé období je třeba přepočítat na cenovou hladinu k datu ocenění, neboť tato metoda je založena na předpokladu stálých cen.

K upraveným výsledkům hospodaření za minulé období je vhodné přiřadit váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu - zpravidla platí zásada přiřadit vyšší váhu k nejbližším výsledkům k datu ocenění a vyloučit či korigovat extrémní hodnoty, nelze ale vyloučit ani přidělení vyšších vah minulým výsledkům, v případě že aktuální výsledky nejsou plně v souladu s budoucím očekáváním.

Z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení, neboli trvale odnímatelný čistý výnos (TOČV), a to jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů:

$$TOČV = \sum_{t=1}^K q_t \times \check{V}_t$$

kde:

$\check{V}_t$ minulé upravené čisté výnosy

q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu

K počet minulých let zahrnutých do výpočtu

6.1.2 Způsob stanovení diskontní míry

Diskontní míra pro účely kapitalizace čistých výnosů resp. převodu na současnou hodnotu je stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu byl použit model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Je-li předmětem zájmu tržní hodnota, měla by diskontní míra odrážet stav na kapitálovém trhu (zejména pak tržní rizika). Vzhledem k nerozvinutému kapitálovému trhu v České republice (malá využitelnost a spolehlivost dat z tuzemského kapitálového trhu) jsme použili informace z rozvinutějších trhů (zejména pak z amerického kapitálového trhu a evropského trhu) a získané výsledky upravili o rizikovou prémii země.

Zároveň model CAPM ve své podstatě postihuje pouze systematická rizika, která jsou vyvolána faktory ovlivňující celý kapitálový trh (např. makroekonomické nebo politické vlivy) a není možné je eliminovat. Naproti tomu nesystematická rizika (resp. specifická) jsou spojena s konkrétní společností. S ohledem na to, že model CAPM nepopisuje specifická rizika, je nutné

náklady vlastního kapitálu doplnit o přírážky, resp. srážky, vymezující rizikovost společnosti nad rámec rizika trhu.

Jako výpočtový základ byl použit následující vzorec:

$$n_{VK} = r_f(USA) + \beta_z * RPT(USA) + RPZ + p$$

kde:

n_{VK} náklady na vlastní kapitál
 r_f bezriziková úroková míra
 β_z zadlužený koeficient β
 RPT riziková prémie kapitálového trhu USA
 RPZ riziková prémie země
 P specifické rizikové přírážky

Bezriziková úroková míra

Bezriziková úroková míra je založena na výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů, které se vyznačují nízkým rizikem a odrážejí dlouhodobé inflační očekávání. Vzhledem k nerozvinutosti kapitálového trhu v České republice jsme použili informace z amerického trhu.

Bezriziková úroková míra byla stanovena na úrovni průměrné výnosnosti 30-letých U.S. Treasury bonds, která za posledních 12 měsíců před datem ocenění činila **2,68 %**¹².

Zadlužený koeficient beta

Koeficient beta hodnotí rizikovost odvětví relativně ve vztahu ke kapitálovému riziku celého trhu. Pokud je $\beta = 1$, je riziko, a tudíž i prémie za riziko daného odvětví na úrovni průměru kapitálového trhu. Je-li β větší (nebo menší) než 1, je i riziková přírážka větší (nebo menší) než průměrná riziková prémie kapitálového trhu.

Při stanovení koeficientu β vycházel Zhotovitel z dostupných informací o koeficientech β nezadlužených podniků evropských společností působících v relevantním odvětví dostupných na stránkách profesora Damodarana¹³.

Koeficient β nezadlužených podniků byl stanoven podle odvětví „Coal & Related Energy“. Metoda stanovení koeficientu β nezadlužených podniků pomocí aritmetického průměru zohledňuje tuto závislost a zároveň vyvažuje volatilitu rizikovosti jednotlivých odvětví.

¹² Zdroj: Federal Reserve Statistical Release, <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

¹³ www.damodaran.com

Koeficient beta nezadlužených podniků byl na základě uvedeného stanoven ve výši **0,57**.

Tabulka 21: Koeficient beta nezadlužených podniků

Odvětví	Počet firem v odvětví	Beta nezadluženého podniku
Coal & Related Energy	21	0,57

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

K zohlednění konkrétní zadluženosti Společnosti do koeficientu beta byl použit vzorec:

$$\text{beta zadluženého podniku} = \text{beta nezadluženého podniku} * \left[1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right], \text{ kde:}$$

- d = sazba daně z příjmu¹⁴,
- CK = úročený cizí kapitál,
- VK = vlastní kapitál.

Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost v minulosti nevyužívala úročený cizí kapitál, pracoval Zhotovitel se zadlužeností ve výši 0 %, tj. beta zadlužená odpovídá hodnotě bety nezadlužené.

Riziková prémie kapitálového trhu

Riziková prémie oceňuje výnosnost tržního portfolia převyšující bezrizikovou úrokovou sazbu. Byla určena dle údajů dostupných na stránkách profesora Damodarana, a to ve výši **6,18 %**. Jedná se o průměrnou tržní rizikovou prémii (aritmetický průměr za období 1928 až 2015) oproti vládním dluhopisům na americkém trhu ¹⁵.

Riziková prémie země

Riziková prémie země zohledňuje vyšší rizikovost národního trhu oproti trhu americkému, ze kterého byl převzat parametr výpočtu nákladů vlastního kapitálu RPT. Riziko selhání České republiky (s ratingem A1) je dle zdrojů uváděných prof. Damodaranem **1,09 %**.

Specifické rizikové přírážky

Specifické přírážky slouží k promítnutí specifických rizik, která nejsou ve výše uvedených součástech výpočtu uvedena. V rámci stanovení nákladů na vlastní kapitál Zhotovitel promítl přírážku za nízkou likviditu kapitálového trhu ve výši **2 %**.

Tabulka 22: Výsledný výpočet nákladů vlastního kapitálu

Položka	31. 8. 2016
Bezriziková výnosová míra - r_f	2,68%
Beta nezadlužená	0,57

¹⁴ Sazba daně je uvedena v zákoně o daních z příjmů a pro příštích několik let by měla být na úrovni 19 %.

¹⁵ Vypočteno na základě dluhopisů T. Bonds

Položka	31. 8. 2016
Zadlužená beta	0,57
Riziková prémie trhu	6,18%
Riziková prémie země	1,09%
Přirážka za menší likviditu	2,00%
Náklady vlastního kapitálu	9,26%
Zdroj: vlastní zpracování	

Výsledná výše nákladů vlastního kapitálu (kalkulovaná úroková míra) činí **9,26 %**.

6.2 Neprovozní čistý obchodní majetek

K datu ocenění 31. 8. 2016 resp. 31. 12. 2015 byl identifikován následující neprovozní majetek Společnosti:

- / krátkodobý finanční majetek nad rámec okamžité likvidity ve výši 0,15, tj. 370 381 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / dlouhodobý finanční majetek ve výši 179 397 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / rezervy, konkrétně rezerva na náklady ze soudních sporů, rezerva na ostatní rizika, rezerva na garanční opravy, v celkové výši 5 979 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / jiné krátkodobé závazky, konkrétně závazky z vyplácených podílů na zisku a závazky vůči akcionářům z titulu dražeb akcií, v celkové výši 42 850 tis. Kč k 31. 12. 2015.

Krátkodobý finanční majetek lze považovat za nejlikvidnější aktivum, z toho důvodu byla jeho tržní hodnota stanovena na úrovni k datu 31. 12. 2015, tj. ve výši 370 381 tis. Kč. Vzhledem ke skutečnosti, že k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 se předpokládá již uskutečněná historická realizace přibližně poloviční dividendy (viz. Předpoklady a omezení v úvodu tohoto znaleckého posudku) na úrovni konsolidovaného celku oproti výplatě v roce 2015, je potřeba tuto hodnotu přibližně o 1/3 snížit, tj. na částku **246 920 tis. Kč**.

Dlouhodobý finanční majetek se skládal z následujících položek:

- / 2,37% podíl ve společnosti Areál Třeboradice, a.s. v účetní hodnotě 1 433 tis. Kč
- / Poskytnuté dlouhodobé úvěry společnosti PT-Holding Investment B. V. v celkové zůstatkové hodnotě 177 964 tis. Kč.

Tržní hodnota podílu ve společnosti Areál Třeboradice, a.s. byla s ohledem na jeho charakter a úroveň materiality ponechána na jeho účetní hodnotě, tj. ve výši 1 433 tis. Kč.

Společnost v roce 2015 poskytla půjčku společníkovi PT-Holding Investment B. V. Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o půjčku mezi spřízněnými osobami a hodnota podílu společníka ve

Společnosti výrazně převyšuje hodnotu půjčky, byla tržní hodnota ponechána na úrovni hodnoty účetní.

Rezervy a jiné krátkodobé závazky byly s ohledem na jejich charakter ponechány na úrovni účetní hodnoty, tj. ve výši 48 829 tis. Kč.

Tabulka 23: Výše neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]

Položka	Tržní hodnota
Dlouhodobý finanční majetek	179 397
Krátkodobý finanční majetek	246 920
Rezervy	5 979
Krátkodobé závazky	42 850
Celkem	377 488

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota neprovozního čistého obchodního majetku byla k datu ocenění 31. 8. 2016 identifikována ve výši 377 488 tis. Kč.

6.3 Výpočet metodou KČV

V následující části bude stanovena hodnota Předmětu ocenění pomocí paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Tento přístup odvozuje výnosový potenciál Společnosti z historických výsledků hospodaření dosažených v minulých letech.

Pro dosažení srovnatelnosti a kontinuity minulých výsledků byly výsledky hospodaření před zdaněním korigovány, a to následovně:

- / V rámci provozního výsledku hospodaření byly vyloučeny výnosy a náklady spojené s odprodejem majetku.
- / Z provozního a finančního výsledku hospodaření byly dále vyloučeny tvorba a čerpání rezerv a opravných položek, jež jsou nepravdělnou nákladovou, resp. výnosovou položkou a často nejsou peněžním výdajem ani příjmem.
- / Vyčlenění ostatních provozních nákladů souvisejících se spotřebou nebo odprodejem povolenek a ostatních provozních výnosů souvisejících s rozpuštěním poměrné části dotace na povolenky. Z veřejně dostupných informací je patrné, že do roku 2014 část ostatních provozních výnosů a ostatních provozních nákladů souvisela s obchodováním s emisními povolenkami. Pro rok 2015 nebyly tyto údaje zveřejněny, Zhotovitel se však rozhodl z opatrnostních a konzervativních důvodů tyto výnosy/náklady očistit v rámci úprav výsledku hospodaření i v roce 2015.

Tabulka 24: Kalkulace upraveného výsledku hospodaření [v tis. Kč]

Položka	2013	2014	2015
Výsledek hospodaření před zdaněním	737 394	489 718	463 380
(+) Odpisy	269 240	269 586	254 903
(+) Náklady na majetek neprovozního charakteru	45 672	74 571	60 098
<i>Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu</i>	1 467	35 545	5 264
<i>Ostatní provozní náklady</i>	44 205	39 026	54 834
(-) Výnosy z majetku neprovozního charakteru	11 417	36 265	7 715
<i>Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu</i>	11 417	36 265	7 715
(-) Finanční výnosy plynoucí z nepr. majetku	50 241	54 502	26 884
<i>Ostatní provozní výnosy</i>	50 241	54 502	26 884
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy¹⁶	990 648	743 108	743 782

Zdroj: vlastní zpracování

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky je nutno dále přepočíst na ceny k datu ocenění. Za tímto účelem byly nejprve stanoveny běžné meziroční indexy a následně bazické indexy vztažené k datu 31. 12. 2015 (k 31. 8. 2016 je z pohledu Zhotovitele hodnota obdobná). Indexy byly stanoveny na základě průměrné míry inflace v jednotlivých letech.

Tabulka 25: Stanovení míry inflace

Položka	2013	2014	2015
Míra inflace	1,4%	0,4%	0,3%

Zdroj: <http://www.czso.cz>

- / Za účelem stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu byly k jednotlivým rokům přisouzeny váhy dle jejich významnosti. Zhotovitel se rozhodl při stanovení vah uplatnit zásadu přiřazení vyšší váhy k hodnotám čistých výnosů bližším k datu ocenění, přičemž jako nejvíce relevantní bral poslední 3 roky, tj. 2013 - 2015.
- / Trvale odnímatelný výnos je pak spočten jako vážený průměr z minulých upravených výsledků hospodaření. Trvale odnímatelný výnos je dále upraven o daň. Sazba daně je uvedena v zákoně o daních z příjmů a pro příštích několik let by měla být na úrovni 19 %.

Tabulka 26: Kalkulace trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy [v tis. Kč]

Položka	2013	2014	2015
Upravený VH před odpisy	990 648	743 108	743 782
Cenový index řetězový	1,014	1,004	1,003
Cenový index bazický vztažený k datu ocenění	0,973	0,993	1,000
UVH upravený o inflaci	1 018 654	748 319	743 782
Váhy	1	2	3

¹⁶ Součástí upraveného výsledku hospodaření jsou i výnosy a náklady související se společností Pražská teplárenská LPZ, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána

Položka	2013	2014	2015
UVH upravený o inflaci x váhy	1 018 654	1 496 637	2 231 346

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (vážený průměr) **791 106**
Zdroj: vlastní zpracování

Následující tabulka zobrazuje výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani. Odpisy z reprodukčních cen byly stanoveny jako průměr plánovaných investic za rok 2016 a investic v roce 2015.

Tabulka 27: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	791 106
Odpisy z reprodukčních cen tj. investice brutto	305 005
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	486 101
Daňový základ	486 101
Daňová sazba	19%
Daň	92 359

Trvale odnímatelný čistý výnos po dani **393 742**
Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 28: Výpočet výsledné hodnoty Předmětu ocenění metodou KČV [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos	393 742
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0%
Náklady vlastního kapitálu (n_{VK} včetně inflace)	9,3%
Kapitalizační míra (lk očištěná o vliv inflace)	7,3%
Výnosová hodnota netto	5 421 159
(+) Neprovozní čistý obchodní majetek k datu ocenění	377 488
Hodnota Společnosti celkem podle KČV	5 798 647
Hodnota Předmětu ocenění (51% podíl ve Společnosti)	2 957 310

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění stanovená pomocí výnosové metody kapitalizovaných čistých výnosů (paušální metoda) k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí 2 957 310 tis. Kč.

7 Stanovení hodnoty Předmětu ocenění pomocí tržního porovnání

Jako alternativní přístup pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění byla zvolena metoda tržního porovnání, konkrétně pomocí odvětvových násobitelů.

7.1 Způsob stanovení hodnoty

Metoda tržního porovnání je založena na porovnání oceňované společnosti s podobnými společnostmi, jejichž akcie jsou běžně obchodované. „Srovnatelnost“ těchto podniků by měla být vyjádřena z hlediska odvětví a oboru podnikání, vyráběných produktů, výkonnosti, rizika apod. Druhou možností je stanovit tržní hodnotu na základě porovnání s daty za konkrétní obor či odvětví, na kterém oceňovaná společnost působí. Odvětvová data i data porovnávaných společností jsou dostupná na stránkách prof. Damodarana¹⁷.

Na výběr srovnatelných podniků navazuje výběr vhodných násobitelů. Princip násobitelů je založen na poměru tržní ceny ke vztahové veličině. Násobitele je možné rozlišovat podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie a podle vyjádření vztahové veličiny. Podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie z kapitálových trhů, a variantu enterprise value, kde se počítá s hodnotou podniku (hodnotou brutto) jako celku na akcii. Podle vyjádření vztahové veličiny odlišujeme násobitele výnosové a majetkové. Výnosové násobitele je možné počítat na základě zisku za běžné období, EBIT, EBITDA, cash flow či tržeb. V majetkových násobitelích je vztahová veličina vyjádřena ve formě účetní hodnoty vlastního kapitálu či účetní hodnoty investovaného kapitálu.

Po výběru násobitelů jsou určeny jejich hodnoty za srovnatelné podniky či odvětví. Následně je stanovena hodnota oceňovaného podniku na základě součinu zvoleného násobitele a vztahové veličiny. V dalším kroku je nutno přičíst tzv. neprovozní majetek podniku. Při rozdělení majetku podniku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva vycházíme z předpokladu, že podnik potřebuje majetek určité velikosti a struktury k podnikatelské činnosti. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně nutná. Ostatní jsou pak označována jako provozně nepotřebná/ neprovozní aktiva. Důvody pro rozdělení spočívají jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplynou žádné popř. nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od hlavního provozu podniku.

¹⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

7.2 Stanovení násobitele

Při stanovení odvětvových násobitelů Zhotovitel vycházel ze souboru evropských podniků, jejichž předmět činnosti byl klasifikován jako „Coal & Related Energy“, což dle názoru Zhotovitele nejlépe odpovídá odvětví, ve kterém Společnost působí.

Dalším krokem je volba vhodného násobitele. Společnost v rámci sledovaného období byla schopna generovat zisky a dle závěrů finanční a strategické analýzy lze předpokládat výnosový potenciál i do budoucna. Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost v minulých letech ani k datu ocenění, resp. k 31. 12. 2015 nevyužívala úročený cizí kapitál a Společnost nevykazovala úhradu nákladových úroků, byl pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění zvolen výnosový násobitel Forward P/E, tj. price/ forward earnings ratio, který poměří tržní cenu akcie plánovaným čistým ziskem na akcii, resp. tržní kapitalizaci společnosti a jejím plánovaným čistým ziskem. Dle názoru Zhotovitele tento ukazatel navíc adekvátně reflektuje ziskovost, od které se odvíjí tržní hodnota Předmětu ocenění.

Tabulka 29: Násobitel P/E pro odvětví Coal & Related Energy

Položka	2015	2016
Počet podniků	23	21
Forward P/E	13,79	14,03
Průměr	13,91	

Zdroj: stránky prof. Damodarana

Pro účely stanovení hodnoty Předmětu ocenění byl zvolen násobitel Forward P/E ve výši 13,91.

7.3 Stanovení výsledné hodnoty

Vynásobením zvoleného násobitele, tj. Forward P/E za zvolené odvětví a vztahové veličiny Společnosti je získána hodnota Společnosti netto. Výsledná hodnota Společnosti přičtením neprovozního čistého obchodního majetku.

Tabulka 30: Výsledná kalkulace [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	393 742
Forward P/E	13,9
Hodnota Společnosti netto	5 477 437
(+) Neprovozní čistý obchodní majetek k datu ocenění	377 488
Hodnota Společnosti celkem	5 854 926
Hodnota Předmětu ocenění	2 986 012

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota Předmětu ocenění stanovená na základě metody tržního porovnání pomocí odvětvových násobitelů k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí 2 986 012 tis. Kč.

8 Rekapitulace

Při vypracování tohoto znaleckého posudku vzal Zhotovitel v úvahu všechny podstatné faktory a rizika, která ovlivňují či mohou ovlivňovat výslednou hodnotu.

Předmět ocenění

Předmětem tohoto znaleckého posudku je ocenění vlastnického podílu Hlavního města Prahy, tj. 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889.

Účel

Znalecký posudek je vypracován pro účely prodeje.

Použitý způsob ocenění

Pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel použil dvě metody, konkrétně výnosovou metodu kapitalizovaných čistých výnosů a metodu tržního porovnání. Hodnota Předmětu ocenění byla pomocí těchto metod stanovena následovně:

/ metodou kapitalizovaných čistých výnosů:	2 957 310 tis. Kč
/ metodou tržního porovnání:	2 986 012 tis. Kč

Použitými metodickými postupy bylo dosaženo odlišných výsledků v rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění. S ohledem na skutečnost, že Zhotovitel při stanovení hodnoty Předmětu ocenění disponoval omezenými informacemi, tj. pouze podklady z veřejně dostupných zdrojů, přistoupil ke stanovení výsledné hodnoty více konzervativně a zvolil přístup kapitalizovaných čistých výnosů.

Domníváme se, že zvolená výnosová metoda poskytuje reálný obraz významných aspektů popisujících ekonomický přínos oceňovaného Předmětu ocenění a jako takovou považujeme metodu kapitalizovaných čistých výnosů za metodu nejlépe vystihující výslednou hodnotu Předmětu ocenění, tj. 51% podílu ve společnosti Pražská teplárenská Holding a.s.

9 Závěrečný výrok

Na základě použitých podkladů a předpokladů uvedených v tomto znaleckém posudku jsme dospěli k závěru, že hodnota Předmětu ocenění, tj. 51% podílu ve společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889, k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí:

2 957 310 tis. Kč

(Slovy: dvě miliardy devět set padesát sedm milionů tři sta deset tisíc korun českých)

Nakládání s obsahem znaleckého posudku a znaleckým posudkem jako celkem se řídí zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon), ve znění pozdějších předpisů; jeho obsah ani jeho jednotlivé části nesmí být reprodukovány, ukládány do vyhledávacího systému či převáděny do jakékoli formy pro používání v zobrazovacích zařízeních a přístrojích za účelem kopírování, zaznamenání nebo k jiným účelům bez předchozího písemného souhlasu podepsaného Zhotovitele.

10 Znalecká doložka

Znalecký posudek jsme zpracovali jako ústav kvalifikovaný pro výkon znalecké činnosti, jmenovaný podle ustanovení §21, odst. 3 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a ustanovení §6 odst. 1 vyhlášky č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů, Ministerstvem spravedlnosti České republiky rozhodnutím č.j. 109/2008-OD-ZN/3 s rozsahem oprávnění ve znění rozhodnutí č.j. 93/2012-OSD-SZN/25 pro znaleckou činnost:

Obor Ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění:

Oceňování movitých věcí (včetně strojů, přístrojů, zařízení, motorových vozidel, výpočetní techniky), Oceňování nemovitostí (včetně budov, bytů a nebytových prostor, pozemků, stanovení výše nájemného) a práv k nemovitostem (zástav, břemen), Oceňování podniků (včetně práv podniků, práv k podnikům, veškerých položek aktiv a pasív podniků, prodeje a nájmu podniků), Oceňování obchodního jmění při přeměnách (fúze, převod jmění na společníka, rozdělení, změna právní formy), včetně přezkoumání a posuzování přeměn obchodních společností z ekonomického hlediska, vyhotovení znaleckých zpráv o fúzi, výpočtu výměnných poměrů, Oceňování HW a SW (včetně výpočetní techniky, informačních a komunikačních technologií - ICT, systémů, přístrojů a zařízení).

Obor Kybernetika s rozsahem znaleckého oprávnění:

HW a SW (včetně výpočetní techniky, informačních a komunikačních technologií - ICT, systémů, přístrojů a zařízení).

Znalecký posudek je zapsán pod pořadovým číslem 1343-123/2016 znaleckého deníku.

Otisk znalecké pečeti:



Znalecký posudek sestavil a případná vysvětlení podá:


Ing. Pavel Tůma, Ph. D.
partner znaleckého ústavu

Podpis za znalecký ústav:


Josef Jaroš, MBA
předseda představenstva

V Praze dne 20. 12. 2016



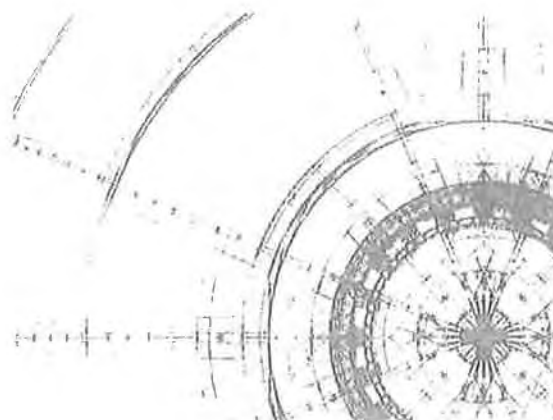
ODBORNÉ STANOVISKO ZNALECKÉHO ÚSTAVU

Stanovení hodnoty 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce

Zhotovitel: APOGEO Esteem, a.s., znalecký ústav
Rohanské nábřeží 671/15
186 00 Praha 8
IČO: 261 03 451

Zadavatel: Hlavní město Praha
Mariánské náměstí 2/2
110 01 Praha 1
IČO: 000 64 581

Odborné stanovisko obsahuje celkem **68** stran textu včetně titulní strany a příloh a je vyhotoven ve třech výtiscích. Jedno vyhotovení je uloženo v elektronickém archivu Zhotovitele.



Obsah

1	ÚVOD	6
1.1	Účel a předmět ocenění	6
1.2	Obecné předpoklady a omezující podmínky	6
1.3	Rozhodné datum ocenění	8
1.4	Vymezení pojmu hodnota	9
1.4.1	Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 011	10
1.5	Podkladové materiály	10
1.6	Použitá literatura	11
2	CHARAKTERISTIKA PŘEDMĚTU OCENĚNÍ	13
2.1	Akcionářská smlouva	13
2.1.1	Smlouva I	13
2.1.2	Smlouva II	14
2.2	Identifikace Společnosti k datu ocenění	15
2.2.1	Představenstvo	16
2.2.2	Dozorčí rada	16
2.3	Vlastnická struktura a podíly	17
2.4	Historie a předmět činnosti Společnosti	19
2.5	Charakteristika významných společností konsolidačního celku	19
2.5.1	Pražská teplárenská a.s.	19
2.5.2	PT měření, a.s.	20
2.5.3	PT Real Estate a.s.	20
3	FINANČNÍ ANALÝZA KONSOLIDAČNÍHO CELKU	21
3.1	Horizontální a vertikální analýza rozvahy	21
3.2	Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	25
3.3	Zisková marže	27
3.4	Pracovní kapitál	27
3.5	Investice a odpisy	29
3.6	Poměrové ukazatele	30
3.6.1	Ukazatele rentability	30
3.6.2	Ukazatele aktivity	31
3.6.3	Ukazatele likvidity	33
3.6.4	Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	33
3.7	Shrnutí	34
4	STRATEGICKÁ ANALÝZA	36
4.1	Makroekonomická situace	36
4.1.1	Ekonomický výkon	36
4.1.2	Inflace	37
4.1.3	Trh práce	38

4.1.4	Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)	40
4.1.5	Hospodářský vývoj EU.....	41
4.1.6	Dopady makroekonomické situace na Společnost	43
4.2	Relevantní trh	44
4.2.1	Vymezení relevantního trhu	44
4.2.2	Výroba tepelné energie.....	45
4.2.3	Rozvod tepelné energie v ČR.....	45
4.2.4	Spotřeba tepelné energie v ČR.....	46
4.2.5	Vývoj trhu s tepelnou energií	47
4.2.6	Pozice teplárenství v rámci průmyslu.....	48
4.2.7	Počet subjektů v teplárenství	49
4.2.8	Výhled tepelné energie.....	49
4.3	Shrnutí strategické analýzy	50
5	METODIKA OCENĚNÍ.....	52
5.1	Základní metody ocenění	52
5.1.1	Výnosový přístup.....	52
5.1.2	Metody tržní komparace.....	53
5.1.3	Majetkový přístup	53
5.1.4	Metoda amortizační hodnoty	54
5.2	Volba metody.....	54
6	STANOVENÍ PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	55
6.1	Stanovení hodnoty 51% podílu Společnosti prostřednictvím metody kapitalizovaných čistých výnosů	55
6.1.1	Způsob stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu.....	56
6.1.2	Způsob stanovení diskontní míry.....	57
6.1.3	Neprovozní čistý obchodní majetek	59
6.1.4	Vlastní ocenění.....	61
6.2	Očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Pražská teplárenská Holding a.s.	63
6.2.1	Synergie z úspory nákladů na ČOS	63
6.2.2	Synergie z rozpuštění likvidní rezervy	65
6.3	Výsledná hodnota Předmětu ocenění	66
7	REKAPITULACE	67
8	ZÁVĚREČNÝ VÝROK	68

Tabulky

Tabulka 1: Vlastnická struktura Společnosti	17
---	----

Tabulka 2: Společnosti vstupující do konsolidovaného celku Společnosti	17
Tabulka 3: Společnosti vstupující do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.	18
Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv ve sledovaném období	21
Tabulka 5: Vertikální analýza pasiv ve sledovaném období	23
Tabulka 6: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období	25
Tabulka 7: Vývoj ziskové marže ve sledovaném období [v tis. Kč].....	27
Tabulka 8: Analýza pracovního kapitálu [tis. Kč].....	28
Tabulka 9: Dlouhodobý nehmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]	29
Tabulka 10: Dlouhodobý hmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]	29
Tabulka 11: Přírůstky dlouhodobého majetku ve sledovaném období [v tis. Kč].....	29
Tabulka 12: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]	30
Tabulka 13: Ukazatele likvidity	33
Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti.....	33
Tabulka 15: Činnosti Pražské teplárenské a.s. dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) ..	44
Tabulka 16 Vývoj zdrojů tepla v PJ	50
Tabulka 17: Koeficient beta nezadlužených podniků	58
Tabulka 18: Výsledný výpočet nákladů vlastního kapitálu	59
Tabulka 19: Výše neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]	60
Tabulka 20: Kalkulace upraveného výsledku hospodaření [v tis. Kč]	61
Tabulka 21: Stanovení míry inflace	62
Tabulka 22: Kalkulace trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy [v tis. Kč].....	62
Tabulka 23: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani [v tis. Kč]	62
Tabulka 24: Výsledná hodnota 51% podílu Společnosti [v tis. Kč]	62
Tabulka 25: Průměrné jednotkové Personální náklady na ČOS za rok [v tis. Kč]	63
Tabulka 26: Vyčíslení roční úspory celkových Personálních nákladů na ČOS [v tis. Kč].....	64
Tabulka 27: Současná hodnota úspory Personálních nákladů na ČOS – PTH [v tis. Kč]	64
Tabulka 28: Současná hodnota úspory Personálních nákladů na ČOS – PT [v tis. Kč].....	65
Tabulka 29: Výsledná hodnota synergie plynoucí z úspory Personálních nákladů na ČOS [v tis. Kč]	65
Tabulka 30: Výsledná hodnota synergie plynoucí z rozpuštění likvidní rezervy [v tis. Kč]	66
Tabulka 31: Výsledná hodnota Předmětu ocenění [v tis. Kč]	66

Grafy

Graf 1: Analýza pracovního kapitálu	28
Graf 2: Vývoj ukazatelů rentability.....	31
Graf 3: Vývoj ukazatelů aktivity [dny]	32
Graf 4: Vývoj ukazatelů aktivity - Doba obratu zásob a celkových aktiv [dny]	32
Graf 5: Vývoj ukazatelů zadluženosti	34
Graf 6: Vývoj HDP	37
Graf 7: Vývoj inflace	38
Graf 8: Vývoj míry nezaměstnanosti	39

Graf 9: Vývoj průměrných měnových kurzů	41
Graf 10: Vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně	42
Graf 11: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně – Mezinárodní měnový fond	43
Graf 12 Čistá výroba tepla (dodávka tepla pro rozvod) v PJ	46
Graf 13 Spotřeba tepla v TJ	47
Graf 14 Velikost trhu s tepelnou energií v ČR (mil. Kč)	48
Graf 15 Podíl teplárenství na průmyslu a energetice v ČR	48
Graf 16 Počet platných licencí v teplárenství	49
Graf 17 Vývoj a struktura dodávek tepla ze soustav zásobování teplem v PJ (petajoule)	50

1 Úvod

1.1 Účel a předmět ocenění

Předmětem tohoto odborného stanoviska je ocenění 51% podílu společnosti Pražská teplotárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889 (dále také „Společnost“) se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.) (dále také „Předmět ocenění“).

1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Toto ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými a omezujícími podmínkami:

1. Toto odborné stanovisko je použitelné pouze pro účely, které jsou vymezeny v kapitole č. 1.1 Účel a předmět ocenění, a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoli jiným případům.
2. Informace z dostupných veřejných zdrojů, na nichž je založeno celé nebo část ocenění, jsou věrohodné, ale nebyly ve všech případech ověřovány.
3. Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto odborném stanovisku jsou platné jen za omezujících podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto stanovisku a jsou našimi osobními, nezaujatými analýzami, názory a závěry.
4. Zhotovitel nepřebírá odpovědnost za změny v tržních podmínkách. Nepředpokládá, že by důvodem k přezkoumání tohoto tržního ocenění mělo být zohlednění událostí nebo podmínek, které by se vyskytly následovně po datu ocenění.
5. V rámci podnikání dotčených společností se předpokládá plný soulad se všemi aplikovanými zákony a předpisy v ČR.
6. Ocenění zohledňuje všechny veřejně dostupné skutečnosti známé Zhotoviteli nejpozději k datu ocenění, které by mohly ovlivnit dosažené závěry nebo odhadnuté hodnoty.
7. Konstatujeme, že nemáme žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto odborného stanoviska ani na zúčastněných osobách

a současně neexistuje žádný osobní zájem nebo zaujatost v souvislosti s výsledkem odborného stanoviska.

8. Konstatujeme, že v rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel reflektoval pouze veřejně dostupné informace. V případě nedostatečných informací k některým položkám, Zhotovitel přistoupil k ocenění v konzervativním duchu.
9. Konstatujeme, že si jsme vědomi skutečnosti, že společnost Pražská teplárenská a.s. podala odvolání proti rozhodnutí Energetického regulačního úřadu, dle kterého měly být ceny tepla v roce 2011 na levém břehu Vltavy nepřiměřené. Zhotovitel nedisponoval k datu vyhotovení bližšími informacemi, proto není v rámci stanovení výsledné hodnoty tato skutečnost zohledněna.
10. Vzhledem ke skutečnosti, že k datu ocenění nejsou zpracovány konsolidované finanční výkazy za rok 2016, v rámci vypracování tohoto odborného stanoviska Zhotovitel pracoval pouze s veřejně dostupnými údaji, tj. s konsolidovanými finančními výkazy k 31. 12. 2015. Zhotovitel si je vědom skutečnosti, že konsolidované finanční výkazy k 31. 12. 2015 v sobě zahrnují výnosy a náklady plynoucí ze společnosti Pražská teplárenská LPZ, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána. Předpokládáme, že prodej společnosti Pražská teplárenská LPZ, a.s. byl realizován za tržní cenu, přičemž mimořádné peněžní prostředky plynoucí z prodeje zůstaly ve Společnosti. V takovém případě by výsledná hodnota uvedená v tomto odborném stanovisku měla být nezkrácena. Z toho důvodu rovněž nelze interpretovat dílčí hodnoty v rámci kalkulace separátně - tj. např. rozdělení na provozní a neprovozní část, kdy s ohledem na relevanci k datu ocenění lze takto interpretovat pouze výslednou hodnotu Společnosti.
11. Zhotovitel měl omezené zdroje týkající se prodeje 100% majetkové účasti společnosti Nový Veleslavín, a.s., tj. dceřiné společnosti PT Real Estate a.s. Zhotovitel předpokládá, že prodej společnosti Nový Veleslavín, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána, byl realizován za tržní cenu.
12. Zhotovitel si je vědom existence menšinových podílů, které však mají pouze minoritní, tj. nevýznamný vliv, tedy případné úpravy se nachází pod hladinou materiality, proto jim Zhotovitel v rámci tohoto odborného stanoviska nevěnuje pozornost.
13. Zhotovitel měl omezené zdroje týkající se společnosti Areál Třeboradice, a.s. S ohledem na minoritní podíl ve společnosti a její nízkou významnost ve vztahu k výsledné hodnotě Společnosti vyplývající z výroční zprávy společnosti za rok 2014 předpokládáme, že pořizovací cena koresponduje s reálnou hodnotou společnosti.

14. Zhotovitel neměl k dispozici bližší informace k neprovoznímu majetku Společnosti, proto při jeho identifikaci vycházel pouze z veřejně dostupných informací a na základě vlastního posouzení plynoucí ze zkušeností Zhotovitele. Ze znaleckého posudku č. 475-2016 společnosti Deloitte Advisory s.r.o. uloženého ve sbírce listin společnosti Pražská teplárenská a.s. vyplývá, že předmětem štěpení byly i některé pozemky, které by mohly být předmětem neprovozního majetku, ve vztahu k výsledné hodnotě Předmětu ocenění by však tato skutečnost neměla mít zásadní význam.
15. Případný vliv úročení neprovozních půjček v dlouhodobém finančním majetku není zahrnut, neboť je z pohledu Zhotovitele pod hladinou materiality.
16. Při stanovení hodnoty očekávaných možností budoucího vývoje Zhotovitel zohledňuje pouze synergické efekty plynoucí z úspory personálních nákladů na ČOS a rozpuštění likvidní rezervy. Ostatní očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury jsou s ohledem na výslednou hodnotu Společnosti nevýznamné a pod hranicí materiality, díky čemuž pro potřeby tohoto odborného stanoviska nejsou dále uvažovány.
17. Zhotovitel zohledňuje pro potřeby tohoto odborného stanoviska pouze očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury tvořené jednak na úrovni samotné Společnosti, jednak na úrovni dceřiné společnosti Pražská teplárenská a.s. očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury u ostatních dceřiných společností, tj. PT měření, a.s. a PT Real Estate a.s., jsou s ohledem na výslednou hodnotu podílu Společnosti nevýznamné a pod hranicí materiality, díky čemuž nejsou pro potřeby tohoto odborného stanoviska dále uvažovány.
18. S ohledem na použitou datovou základnu na konsolidované bázi k 31. 12. 2015, resp. k 31. 8. 2016, je ve výsledné hodnotě neprovozního majetku, potažmo pak Předmětu ocenění zohledněna hodnota předpokládaného vyplacení dividend stávajícím akcionářům Společnosti k datu výplaty, tj. do 30. 7. 2017. Zhotovitel tak předpokládá vypořádání plánovaných dividend před transakcemi uvedenými v Předmětu ocenění dle stávající vlastnické struktury.

1.3 Rozhodné datum ocenění

Za rozhodné datum pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění je považováno datum 30. 4. 2017.

1.4 Vymezení pojmu hodnota

Pojmem hodnota se dle Standardu 2 IVS 2005¹:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investiční majetku.“

Základní charakteristiky investiční hodnota jsou následující:²

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.
2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami a případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena. Rozdíly mezi investiční a tržní hodnotou tak mohou být dány například tím, že konkrétní subjekt:

- ✓ očekává ze zamýšlené transakce určité synergie,
- ✓ plánuje proniknutí na nové trhy,
- ✓ má jiný postoj k riziku, než je obvyklé na trhu jako celku,
- ✓ je v odlišné daňové pozici, než neobvyklé,
- ✓ je optimističtější nebo naopak pesimističtější než „průměrný“ investor, apod.

Dle Standardu 1 IVS 2005 a IVS 2011³ se pod pojmem hodnota rozumí:

„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

¹ International Valuation Standards 2005, str. 94 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.2)

² MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

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

a nezávislími partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Jedná se tedy o tržní hodnotu ve smyslu ceny obvyklé.

1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 4011

- / „...odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacená za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislími partnery,
- / „...by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,
- / „...k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,
- / „...mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,
- / „...ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,
- / „...při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník-nájemce),
- / „...po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nejvhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,
- / „...ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byly k datu ocenění dostatečně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,
- / „...a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

1.5 Podkladové materiály

Šetření bylo provedeno na základě relevantních dokumentů, které byly získány Zhotovitelem z veřejně dostupných zdrojů resp. od kontaktní osoby pověřené Zadavatelem. Mezi nejvýznamnější dokumenty patří:

- / Výroční zprávy společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za období 2011 až 2015 obsahující konsolidovanou účetní závěrku
- / Výroční zpráva společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za rok 2016 obsahující nekonsolidovanou účetní závěrku

⁴ MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. ISBN 978-80-86929-32-3. Tržní hodnota, s. 22-24.

- / Znalecký posudek č. 475-2016 ve věci ocenění odštěpované části jmění společnosti Pražská teplárenská a.s. dne 13. 5. 2016
- / Pražská teplárenská a.s. vypracovaný společností Deloitte Advisory s.r.o.
- / Výroční zpráva společnosti Areál Třeboradice, a.s. za rok 2014
- / Výroční zpráva společnosti Pražská teplárenská a.s. za období 2015 obsahující konsolidovanou účetní závěrku
- / Dodatek č. 4 akcionářské smlouvy společnosti Pražská teplárenská a.s., uzavřené mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016
- / Dodatek č. 3 dohody o spolupráci mezi akcionáři společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., uzavřená mezi společností PT-Holding Investment B.V. a Hlavním městem Prahou, dne 22. 6. 2016
- / Akcionářská smlouva společnosti PT měření, a.s., uzavřená mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016
- / Akcionářská smlouva společnosti PT Real Estate, a.s., uzavřená mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016
- / Detail rozdělení zisku společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za rok 2015 a 2016
- / Detail personálních nákladů na ČOS a paušálních nákladů na konání jedné valné hromady společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., Pražská teplárenská a.s., PT měření, a.s. a PT Real Estate, a.s. za rok 2016
- / Informace ohledně možné redukce počtu členů výkonných a dozorčích orgánů, tj. představenstva a dozorčí rady, po případné uskutečněné transakci na úrovni Společnosti a dceřiných společností, tj. Pražské teplárenské a.s., PT měření, a.s. a PT Real Estate, a.s., předané zástupci společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. v rámci emailové komunikace.
- / Ostatní informace týkající se společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. dostupné na webu společnosti (výplata dividend, předmět činnosti, organizační struktura, atd.)

Dále byla použita veřejně dostupná data z Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Ministerstva financí ČR, Českého statistického úřadu (ČSÚ), internetového portálu justice.cz, z internetových stránek oceňované Společnosti a z dalších zdrojů zveřejněných na internetu.

1.6 Použitá literatura

- / BREALEY, R.A., MYERS, S.C. *Teorie a praxe firemních financí*. Strnad Zdeněk. Praha : Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.

- / COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Blahoutová Helena. Praha : Victoria Publishing, 1994. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C.H.Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- / MALÝ, Josef. *Obchod nehmotnými statky: patenty, vynálezy, know-how, ochranné známky*. Praha: C.H.Beck, 2002. 257 s. ISBN 80-7179-320-5.
- / MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha : Ekopress, s.r.o., 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- / MAŘÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- / MAŘÍK, Miloš, a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2011. 532 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

Zákony a vyhlášky

- / Zákon o obchodních korporacích, zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech.
- / Občanský zákoník, zákon č. 89/2012 Sb.
- / Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČR č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Vyhláška č. 456/2008, kterou se mění vyhláška č. 3/2008 Sb., o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, (oceňovací vyhláška).
- / Zákon o oceňování majetku, Zákon č. 151/1997 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Zákon o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Znalecký standard č. 1/2005 Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství.

2 Charakteristika Předmětu ocenění

Předmětem odborného stanoviska je stanovení 51% podílu ve Společnosti se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.)

2.1 Akcionářská smlouva

Jedná se o dohodu mezi akcionáři uzavřenou ve smyslu § 1746 odst. 2 zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku, jejímž předmětem je spolupráce při správě dané společnosti, uplatňování hlasovacích práv a postupu řešení určitých otázek, např. při rozdělení zisku aj. Mimo výše uvedené akcionářská smlouva dále upravuje výkon akcionářských práv a plnění povinností předmětné společnosti.

Pro potřeby tohoto odborného stanoviska jsou relevantní právě takové akcionářské smlouvy, v jejichž rámci jsou upraveny vztahy předmětné Společnosti, a to jak v podobě jedné ze smluvních stran, tj. jednoho z akcionářů (dále také jako „Smlouva I“), tak v podobě Společnosti jakožto předmětu akcionářské smlouvy (dále také jako „Smlouva II“).

2.1.1 Smlouva I

Předmětem této akcionářské smlouvy je dohoda o spolupráci mezi akcionáři oceňované Společnosti ze dne 16. října 2008 v aktualizovaném dodatku č. 3 ze dne 22. 6. 2016, uzavřená mezi společností PT-Holding Investment B.V. a hlavním městem Prahou, jakožto jedinými akcionáři Společnosti. Smlouva je platná na dobu určitou, tj. do **29. 6. 2032**.

Smlouva jako taková v první řadě zakotvuje skutečnost, že představenstvo Společnosti má 4 členy a dozorčí rada 6 členů volených paritně. Dále pak uvádí výčet takových rozhodnutí, které mohou být valnou hromadou přijaty pouze jednomyslně:

- / rozhodnutí o prodeji podniku nebo jeho části, jeho nájmu či zástavě;
- / rozhodnutí o nakládání s akciemi v portfoliu PTH;
- / rozhodnutí o rozdělení zisku a stanovení tantiém;
- / udělení pokynu k výkonu hlasovacích práv v dceřiných společnostech;
- / volba a odvolání členů orgánů Společnosti.

Mimo výše uvedené obsahuje Smlouva I rovněž ustanovení týkající se pravidel k uplatňování vlivu jednotlivých akcionářů v dceřiných společnostech, tj. společnosti Pražská teplárenská a.s., PT měření a.s. a PT Real Estate a.s. Především se pak jedná o „klíč“ k obsazování pozic do vrcholového managementu těchto společností.

Společnost je na základě Smlouvy II oprávněna do představenstva Pražské teplárenské a.s. **nominovat 3 členy (celkem 5)**, přičemž akcionář PTHIBV může nominovat pouze 1 člena a Hlavní město Praha 2 členy. Do dozorčí rady PT je pak dle Smlouvy II možno za Společnost nominovat celkem 3 členy, tj. PTHIBV 1 osobu a zbytek zůstává v režii Hlavního města Prahy.

Společnost je na základě Smlouvy II oprávněna do představenstva PT měření a.s. **nominovat 2 členy (celkem 3)**, přičemž akcionář PTHIBV může nominovat pouze 1 člena a Hlavní město Praha rovněž 1 člena. Do dozorčí rady PTM je pak dle Smlouvy II možno za Společnost nominovat celkem 2 osoby, tj. PTHIBV a Hlavní město Praha vždy po jedné osobě.

Společnost je na základě Smlouvy II oprávněna do představenstva PT Real Estate a.s. **nominovat 3 osoby (celkem 5)**, přičemž akcionář PTHIBV může nominovat pouze 1 člena a Hlavní město Praha 2 členy. Do dozorčí rady PTRE je pak dle Smlouvy II možno za Společnost nominovat celkem 2 členy, tj. PTHIBV a Hlavní město Praha vždy po jedné osobě.

V případě, kdy jeden z uvedených akcionářů nabude 100% akciový podíl na Společnosti, zanikají veškeré závazky s touto smlouvou související.

2.1.2 Smlouva II

Předmětem této akcionářské smlouvy, resp. smluv (3) je dohoda o spolupráci mezi akcionáři společností Pražská teplárenská a.s. (dále také jako „PT“) ze dne 11. 8. 2008 v aktualizovaném dodatku č. 4 ze dne 22. 6. 2016, PT měření a.s. (dále také jako „PTM“) a PT Real Estate a.s. (dále také jako PTRE), to vše ze dne 22. 6. 2016. Jedná se tedy o celkem 3 akcionářské smlouvy, kde oceňovaná Společnost vystupuje jako jedna ze smluvních stran, tj. jeden z akcionářů výše uvedených společností (dále také jako „Dceřiné společnosti“). Smlouvy jsou tak uzavřené mezi oceňovanou Společností a společnostmi NPTH a.s., jakožto hlavními akcionáři, jejichž souhrnný akciový podíl na těchto společnostech činí 98 %. Smlouvy jsou platné na dobu určitou, tj. do **29. 6. 2032**.

Smlouvy v první řadě zakotvují skutečnost, že představenstvo Dceřiných společností má následující počet členů: **PT - 5; PTM - 3; PTRE - 5**. Oceňovaná Společnost je pak oprávněna volit do jejich představenstva následující počet osob: **PT - 3; PTM - 2; PTRE - 3**, přičemž zbytek nominovaných přísluší druhému akcionáři, tj. společnosti NPTH a.s.

V případě dozorčí rady deklaruje Smlouva II nutný počet členů: **PT - 6; PTM - 4; PTRE - 4**, přičemž Společnost je oprávněna nominovat následující počet členů: **PT - 3; PTM - 2; PTRE - 2**. V kompetenci společnosti NPTH, a.s., jakožto druhého akcionáře Dceřiných společností je nominovat následující: **PT - 1; PTM - 2; PTRE - 2**. Zbytek nominovaných (u PT) je v režii drobných akcionářů.

Dále pak akcionářská smlouva uvádí výčet takových záležitostí a rozhodnutí, jejichž schválení je možné pouze na základě písemného souhlasu obou akcionářů, tj. oceňované Společnosti a společnosti NPTH, a.s.:

- / prodej dceřiných společností nebo jejich vklad na základní kapitál;
- / fúze, rozdělení, změna právní formy, likvidace, snížení nebo zvýšení základního kapitálu;
- / prodej podniku nebo jeho části, jeho nájem či zástava;
- / uzavření jakékoli smlouvy v investicích nad (PT - 75 mil, Kč; PTM, PTRE - 10 mil. Kč);
- / uzavření jakékoli smlouvy s dceřinou společností mimo rámec běžného obchodního styku nad 100 tis. Kč;
- / uzavření smlouvy související se zajišťovacími operacemi k zajištění kurzového nebo úrokového rizika na dobu delší než nejbližší kalendářní rok, pokud nejsou uzavřeny s renomovanou bankou;
- / uzavření smlouvy mimo předmět podnikání přesahující (PT - 37,5 mil, Kč; PTM, PTRE - 5 mil. Kč);
- / uzavření smlouvy o převodu nemovitosti z majetku dané společnosti nad (PT - 5,5 mil, Kč; PTM, PTRE - 5 mil. Kč);
- / poskytnutí půjčky nebo záruky třetím osobám či společnostem, které jsou 100 % vlastněny ze strany PT, PTM či PTRE, s výjimkou půjček akcionářům za podmínky, že je lze započíst na dividendu;
- / uzavření půjčky nebo úvěru ze strany PT, PTM či PTRE jako dlužníka, pokud zadlužení v době uzavření předmětné smlouvy nepřesáhne dvou a půl násobek hodnoty EBITDA;
- / rozhodnutí o zvýšení nebo snížení variabilní složky ceny tepelné energie;
- / schválení strategického plánu včetně příloh a jeho změn;
- / návrh na určení auditora, pokud by nebyl některou z následujících společností: KPMG Česká republika Audit, s.r.o., PricewaterhouseCoopers Audit, s.r.o., Ernst & Young Audit, s.r.o. nebo Deloitte Audit s.r.o.

Mimo výše uvedené obsahují Smlouvy II rovněž ustanovení týkající se skutečnosti, že souhlas s uzavíráním smluv či přijímáním výše uvedených opatření ze strany Společnosti jakožto akcionáře, je podmíněno jejich schválením Radou hlavního města Prahy, jakožto akcionáře oceňované Společnosti, uplatňující nepřímý vliv na Dceřiné společnosti.

2.2 Identifikace Společnosti k datu ocenění

Obchodní firma:	Pražská teplárenská Holding a.s.
Identifikační číslo:	264 16 808
Sídlo:	Praha 7, Partyzánská 1, PSČ 170 00
Právní forma:	Akciová společnost

Akcie společnosti: 1 937 691 ks kmenové akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč, listinné akcie

Základní kapitál: 1 937 691 000,- Kč

Den zápisu do obchodního rejstříku: 7. prosince 2000

Předmět podnikání:

- / spravování majetkových účastí právnických osob
- / výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

2.2.1 Představenstvo

Předseda: JUDr. Petr Novotný, dat. nar. [redacted]
[redacted]
Den vzniku funkce: 11. května 2015
Den vzniku členství: 26. června 2015

Člen: Mgr. Petr Sekanina, dat. nar. [redacted]
[redacted]
Den vzniku členství: 20. prosince 2014

Člen: Ing. Jiří Karvánek, LL.M., dat. nar. [redacted]
[redacted]
Den vzniku členství: 26. března 2015

Člen: Mgr. Marek Spurný, dat. nar. [redacted]
[redacted]
Den vzniku členství: 14. srpna 2015

Způsob jednání:

- / Za společnost jednají vždy tři členové představenstva společně. Osoby oprávněné jednat za společnost podepisují tak, že k napsanému nebo vytištěnému obchodnímu jménu společnosti připojí svůj podpis.

2.2.2 Dozorčí rada:

Člen: Pavel Horský, dat. nar. [redacted]
[redacted]
Den vzniku členství: 3. září 2013

Člen: Mgr. Jan Stříteský, dat. nar. [redacted]
[redacted]
Den vzniku členství: 19. prosince 2014

Člen: Ing. Vladimír Novák, dat. nar. [REDACTED]
[REDACTED]
Den vzniku členství: 26. března 2015

Člen: Robert Králíček, dat. nar. [REDACTED]
[REDACTED]
Den vzniku členství: 26. března 2015

Člen: Ing. arch. Martin Polách, dat. nar. [REDACTED]
[REDACTED]
Den vzniku členství: 18. února 2017

2.3 Vlastnická struktura a podíly

Společnost má dva akcionáře, konkrétně:

Tabulka 1: Vlastnická struktura Společnosti

Akcionář	Počet akcií	Podíl na ZK (v %)	Podíl na ZK (v tis. Kč)
Hlavní město Praha	988 222	51%	988 222
PT-Holding Investment B.V.	949 469	49%	949 469

Zdroj: nekonsolidovaná výroční zpráva Společnosti 2016

Společnost drží podíl v několika společnostech. Účetní výkazy Společnosti jsou zpracovány na bázi konsolidovaného celku. Následující tabulka zobrazuje společnosti, které vstupují do konsolidačního celku Společnosti, podíl Společnosti na jejich vlastním kapitálu a použitou konsolidační metodu.

Tabulka 2: Společnosti vstupující do konsolidovaného celku Společnosti

Společnost	Podíl na ZK (v %)	Metoda konsolidace
Pražská teplárenská a.s.	47,42%	poměrná
PT měření, a.s.	47,42%	poměrná
PT Real Estate a.s.	47,42%	

Zdroj: výroční zpráva Společnosti 2015

V následující tabulce jsou uvedeny společnosti, které dle nejaktuálnějších veřejně dostupných dat k datu ocenění, tj. z konsolidované výroční zprávy Společnosti za rok 2015, vstupují do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.

Tabulka 3: Společnosti vstupující do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.

Název a sídlo	Vlastnický podíl a podíl na hlasovacích právech
<i>Mateřská společnost:</i> Pražská teplárenská a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
<i>Dceřiná společnost:</i> Energotrans SERVIS, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	45%
TERMONTA PRAHA a.s. Třebostická 46/11, 110 00 Praha 1	47,42%
Teplo Neratovice, spol. s r.o. Školní 162, 277 11 Neratovice	47,42%
Pražská teplárenská Trading a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Michelský Trojúhelník, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nová Invalidovna, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nové Modřany, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nový Veleslavín, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Pod Juliskou, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Pražská teplárenská LPZ, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties I, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties II, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties III, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties IV, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
RPC, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%

Zdroj: výroční zpráva Společnosti 2015

Dále také „Skupina“ nebo „Konsolidační celek“.

Rozhodující vliv Společnosti je vykonáván přímo v Pražské teplárenské a.s., v PT měření, a.s. a PT Real Estate a.s. V ostatních dceřiných společnostech je vykonáván nepřímo, prostřednictvím společnosti Pražská teplárenská a.s., protože jsou vlastněny Pražskou teplárenskou, a.s., která má 100% podíl na základním kapitálu.

2.4 Historie a předmět činnosti Společnosti

Společnost byla založena zakladatelskou smlouvou dne 24. července 2000 a jejími zakladateli byly Hlavní město Praha a GESO Beteiligungs- und Beratungs-AG. Dne 7. prosince 2000 byla společnost zapsána do obchodního rejstříku vedeného Městským soudem v Praze. K 1. říjnu 2003 byly všechny akcie ve vlastnictví GESO Beteiligungs- und Beratungs-AG převedeny na společnost EnBW Energie Baden-Württemberg AG. Ke dni 29. července 2010 byl celý podíl společnosti EnBW Energie Baden-Württemberg AG převeden na nového akcionáře, společnost PT-Holding Investment B.V.

Hlavním oborem činnosti Společnosti je správa majetkových účastí právnických osob.

2.5 Charakteristika významných společností konsolidačního celku

2.5.1 Pražská teplárenská a.s.

Společnost Pražská teplárenská a.s. byla založena v roce 1992 a svými aktivitami navazuje na tradici Elektrických podniků královského hlavního města Prahy, které byly ustaveny dne 1. září 1897.

Pražská teplárenská je z hlediska počtu provozovaných zařízení jednou z největších teplárenských společností v České republice. Aktivita společnosti jsou soustředěny na oblast hlavního města Prahy a přilehlých oblastí. V Praze společnost pokrývá téměř 25 % trhu s tepelnou energií a dodává teplo pro více než 224 tis. domácností, řadu administrativních budov, průmyslových podniků, stovky školských a zdravotnických zařízení a dalších subjektů.

Hlavním předmětem činnosti společnosti Pražská teplárenská je výroba a rozvod tepelné energie. Důležitým krokem pro podporu ekologického řízení společnosti bylo získání mezinárodního certifikátu pro systém ekologického řízení společnosti dle ČSN ISO 14001 společně se systémem řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci dle ČSN OHSAS 18001.

K hlavním prioritám společnosti patří:

- / Spokojení zákazníci - poskytování kvalitních služeb zvyšujících uživatelský komfort a udržení dobrých vztahů se stávajícími i potenciálními zákazníky.
- / Ochrana životního prostředí - respektování zásad státní politiky životního prostředí a všech právních předpisů v oblasti životního prostředí.
- / Bezpečnost práce - zvyšování úrovně bezpečnosti a ochrany zdraví zaměstnanců i veřejnosti.

Předmět činnosti společnosti Pražská teplárenská lze vymezit následovně:

- / výroba a rozvod tepelné energie,

- / výroba elektřiny,
- / obchod s elektřinou,
- / provozování drážní dopravy (dráhy) na železničních drahách-vlečkách,
- / výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- / projektová činnost ve výstavbě,
- / provádění staveb, jejich změn a odstraňování,
- / podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- / montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení,
- / výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení,
- / činnosti účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence,
- / poskytování služeb v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví při práci,
- / technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany,
- / poskytování telekomunikačních služeb a sdělovací techniky.

2.5.2 PT měření, a.s.

Společnost PT měření, a.s. vznikla jako nástupnická společnost v důsledku rozdělení odštěpením společnosti Pražská teplotárenská a.s. K 1. lednu 2015 na společnost přešla část jmění rozdělované společnosti. Hlavní podnikatelskou činností společnosti je montáž, opravy a ověřování stanovených měřidel. Společnost zajišťuje profesionální služby v oblasti zkoušení, kalibrace a ověřování průtokoměru, kalorimetrů a teploměrů. Autorizované metrologické středisko K26 provádí ověřování měřidel protečeného množství vody a měřičů tepla a chladu. Zkušebna měřičů tepla je vybavena moderním zkušebním zařízením a etalony. Dokáže tedy spolehlivě ověřit měřidla a případně provést kalibraci pracovních měřidel s vystavením kalibračního listu v souladu s ČSN EN ISO/IEC 17025.

Část administrativních a dalších podpůrných činností pro společnost vykonává na základě smlouvy o spolupráci Pražská teplotárenská a.s.

2.5.3 PT Real Estate a.s.

Společnost PT Real Estate, a.s. vznikla jako nástupnická společnost v důsledku rozdělení odštěpením společnosti Pražská teplotárenská a.s. K 1. lednu 2016 na společnost přešla část jmění rozdělované společnosti určené projektem rozdělení, vyhotoveným dne 19. května 2016. Hlavní podnikatelskou činností společnosti je správa vlastního majetku, pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor včetně výroby, obchodu a služeb neuvedených v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

3 Finanční analýza Konsolidačního celku

Finanční analýza byla zpracována za účelem ohodnocení finančního zdraví Konsolidačního celku a poskytnutí základních východisek pro výběr oceňovací metody a následného ocenění. Finanční analýza byla provedena na základě konsolidovaných dat, přičemž při konsolidaci byla použita obecně platná pravidla pro konsolidace daná vyhláškou č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

Analýza finanční situace Skupiny byla zpracována na základě nejaktuálnějších veřejně dostupných konsolidovaných účetních výkazů, tj. výkazů sestavených za období od 1. 1. 2011 do 31. 12. 2015 (dále také „sledované období“) s cílem zjištění silných a slabých stránek Skupiny a vyvození následujících závěrů:

- / výrok o perspektivnosti Skupiny do budoucna;
- / stanovení rizika podniku, pokud jsou ve finančním hospodaření identifikovány výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.

3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

V rámci finanční analýzy byla provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy sledující trendy nejvýznamnějších položek aktiv a pasiv Společnosti ve sledovaném období.

Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv ve sledovaném období

ROZVAHA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	7 620 625	13 131 791	12 377 994	4 659 791	4 315 954
Dlouhodobý majetek	4 660 666	9 745 116	7 267 070	3 636 620	3 378 095
% Aktiv celkem	61,2%	74,2%	58,7%	78,0%	78,3%
Dlouhodobý nehmotný majetek	88 449	64 866	45 483	39 235	46 175
Software	25 986	12 850	5 636	6 936	8 406
Ocenitelná práva - povolenky CO ₂	57 657	49 195	36 170	26 272	31 558
Daň dlouhodobý nehmotný majetek	1 640	1 141	2 111	1 708	1 314
Hodnotářský dlouhodobý nehmotný majetek	3 166	1 680	1 566	4 034	4 612
Přidělené podíly na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	285	285
Dlouhodobý hmotný majetek	4 533 443	3 470 704	3 373 460	3 241 826	3 152 523
Opravná položka k DHM	14 190	13 226	13 054	12 718	11 492
Pozemky	364 559	364 193	365 961	373 593	373 593
Stavby	3 186 488	2 411 523	2 381 822	2 318 209	2 243 322
Výrobní stroje, zařízení, vozidla, soubory movitých věcí	944 788	645 152	606 867	527 381	468 828
Hmotný dlouhodobý hmotný majetek	25 652	49 427	31 651	35 035	75 430
Přidělené podíly na dlouhodobý hmotný majetek	1 687	252	289	169	2 685
Daň dlouhodobý hmotný majetek	157	157	157	157	157

ROZVAHA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý finanční majetek	38 774	6 209 546	3 848 127	355 559	179 397
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	4 300	1 433	1 433
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám části na jednotkách pod podstatným vlivem	13 988	6 184 760	3 843 827	354 126	177 964
% Aktiv celkem	0,5%	47,3%	31,1%	7,6%	4,2%
Oběžná aktiva	2 956 741	3 352 653	5 108 609	1 019 865	934 693
% Aktiv celkem	38,8%	25,5%	41,3%	21,9%	21,7%
Zásoby	136 469	43 145	32 083	29 080	35 143
% Aktiv celkem	1,8%	0,3%	0,3%	0,6%	0,8%
Mat. náhl.	136 469	43 145	19 992	18 787	21 186
Nezprac. surov. výroba a polotovary	0	0	14 121	12 198	15 928
Dlouhodobé pohledávky	17 968	38 454	38 259	33 249	32 982
% Aktiv celkem	0,2%	0,3%	0,3%	0,7%	0,8%
Krátkodobé pohledávky	369 341	380 699	341 604	335 741	438 595
Opravná položka ke krátkodobým pohledávkám	11 813	10 005	11 479	12 700	13 491
% Aktiv celkem	4,8%	2,9%	2,8%	7,2%	10,2%
Pohledávky z obch. transakcí v ciz. měnách	310 941	216 442	235 941	195 666	157 424
Finanční leasingové pohledávky	44 444	24 437	29 307	28 165	69 704
Finanční leasingové pohledávky - ostatní	23 428	142 581	7 301	17 810	4 144
Pohledávky z obch. transakcí	1 210	6 122	79 845	17 235	11 574
Finanční pohledávky	1 131	1 122	689	18 435	455
Krátkodobý finanční majetek	2 432 963	2 890 355	4 696 663	621 795	427 973
% Aktiv celkem	31,9%	22,0%	37,9%	13,3%	9,9%
Časové rozlišení	3 218	34 022	2 315	3 306	3 166
% Aktiv celkem	0,0%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%

Zdroj: účetní výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Bilanční suma mezi lety 2011 a 2015 poklesla ze 7 620 625 tis. Kč na 4 315 954 tis. Kč. Vývoj bilanční sumy zaznamenal mezi lety 2011 a 2013 silně rostoucí trend, poté v letech 2014 a 2015 výrazně poklesl. Příčinou tohoto výkyvu byl nárůst dlouhodobého finančního majetku zapříčiněný poskytnutím úvěrů společností NPTH a.s. a PT-Holding Investment, které byly v dalších obdobích splaceny.
- / Podíl dlouhodobého finančního majetku na aktivech Společnosti ve sledovaném období celkově vzrostl, stejně tak jeho absolutní hodnota, přičemž vývoj obojího zaznamenal výše popsany nárůst v letech 2012 a 2013.
- / Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek vykazoval klesající trend v celém sledovaném období, zapříčiněný plynulým odepisováním dlouhodobých aktiv.
- / Nehmotný majetek byl tvořen primárně softwarem, jehož hodnota ve sledovaném období vykazovala klesající trend, a povolenkami na emise CO₂ vykazujícími také klesající trend hodnoty v průběhu sledovaného období.

- / Mezi položkami dlouhodobého hmotného majetku vykazoval růstový trend pouze nedokončený dlouhodobý hmotný majetek a poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek.
- / Oběžná aktiva vykázaly do roku 2013 výrazný růst a poté v letech 2014 a 2015 výrazný pokles. Tyto výrazné změny byly způsobeny vývojem položky krátkodobého finančního majetku.
- / Zásoby v roce 2012 výrazně poklesly a poté se vyvíjely relativně stabilní výši mezi 29 080 tis. Kč a 43 145 tis. Kč., jejich podíl na celkových aktivech Společnosti ve sledovaném období celkově poklesl.
- / Krátkodobé pohledávky vykázaly stabilní výši až do roku 2014, v roce 2015 pak vykázaly nárůst absolutních hodnot a jejich podíl na aktivech po snížení mezi lety 2011 a 2013 v letech 2014 a 2015 vzrostl. Pohledávky z obchodních vztahů ve sledovaném období poklesly, stejně tak poklesly krátkodobé poskytnuté zálohy a jiné pohledávky.
- / Krátkodobý finanční majetek vykazoval v rámci sledovaného období do roku 2013 rostoucí trend, poté došlo k výraznému poklesu, kdy v posledních dvou letech jeho podíl na celkových aktivech činil cca 11,5 %.
- / Hodnoty časového rozlišení v rámci sledovaného období dosahovaly zanedbatelných hodnot.

Tabulka 5: Vertikální analýza pasív ve sledovaném období

PASIVA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	7 620 625	13 131 791	12 377 994	4 659 791	4 315 954
Vlastní kapitál	6 516 260	12 026 399	11 460 133	3 961 853	3 603 519
% Pasiv celkem	85,5 %	91,6 %	92,6 %	85,0 %	83,5 %
Základní kapitál	1 937 691	1 937 691	1 937 691	1 937 691	1 937 691
Kapitálové fondy	-31 567	0	0	0	0
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	375 679	326 864	326 274	326 413	2 846
Konsolidační rezervní fond (5.1.bb) ČÚS 020)	1 055 750	1 055 750	1 055 750	1 055 750	1 055 750
Výsledek hospodaření minulých let	2 338 937	2 025 762	7 544 286	251 219	231 036
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	839 770	6 680 332	596 132	390 780	376 196
Cizí zdroje	1 097 808	1 040 052	889 106	658 417	682 402
% Pasiv celkem	14,4 %	7,9 %	7,2 %	14,1 %	15,8 %
Rezervy	189 022	151 765	71 171	16 624	19 772
Dlouhodobé závazky	361 658	289 897	292 079	285 265	278 681
% Pasiv celkem	4,7 %	2,2 %	2,4 %	6,1 %	6,5 %
Krátkodobé závazky	547 128	598 390	525 856	356 528	383 949
% Pasiv celkem	7,2 %	4,6 %	4,2 %	7,7 %	8,9 %

PASIVA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Závazky z obchodních vztahů	334 208	292 404	309 256	151 098	124 312
Závazky k ovládaným a ovládaným společnostem	0	0	0	0	3 173
Závazky k zaměstnancům	14 509	10 317	12 352	13 364	11 967
Závazky ze sociálního a zdravotního pojištění	7 016	5 345	7 041	6 702	6 717
Stát – daňové závazky a dotace	61 113	51 707	51 236	21 585	52 834
Krátkodobé přijaté zálohy	4 288	20 690	6 757	8 855	5 344
Dohadné účty pasivní	65 466	191 251	87 747	105 618	136 752
Prostředky	60 528	26 676	51 467	49 306	42 850
Časové rozlišení	6 557	6 099	6 385	17 123	7 463
% Pasiv celkem	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,4 %	0,2 %
Menšinový vlastní kapitál	0	59 241	22 370	22 398	22 570

Zdroj: účetní výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Vlastní kapitál zaujímá stabilní podíl na pasivech Společnosti, a to v rozmezí hodnot 83,5 % až 92,6 %, přičemž hodnoty přes 90 % jsou vykázány pouze v letech 2012 a 2013.
- / Zákonný rezervní fond je vytvořen v roce 2011 v plné zákonné výši, tedy 20 % ze základního kapitálu a dále se již nevytváří, v roce 2015 byl rozpuštěn na základě rozhodnutí valné hromady do nerozdělených zisků z minulých let.
- / V rámci položky konsolidační rezervní fond je zahrnutý jednorázový odpis záporného konsolidačního rozdílu při vzniku koncernu PTH upravený o výplatu dividend a především postakviziční přírůstky vlastního kapitálu dílčího konsolidačního celku Pražská teplárenská a.s.
- / Výsledek hospodaření z běžného účetního období a z minulých let vykazují klesající trend, kromě výše popsaných změn v letech 2012 a 2013.
- / Cizí zdroje vykazují ve sledovaném období celkově pokles, jejich podíl na pasivech Společnosti ale celkově vzrostl s propadem v letech 2012 a 2013, kvůli výše popsaným změnám v položkách vlastního kapitálu.
- / Rezervy vykazují klesající trend způsobený zejména pohybem dvou největších položek rezerv, a to rezerv na opravy a rezerv na daň z příjmu. Rezervy na opravy výrazně poklesly v roce 2013 a rezervy na daň z příjmu výrazně poklesly v roce 2014.
- / Podíl dlouhodobých závazků ve sledovaném období vzrostl a podíl krátkodobých závazků také, obě položky prodělaly propad hodnot v letech 2012 a 2013. Závazky z obchodních vztahů jako nejvýraznější položka krátkodobých závazků vykázaly ve sledovaném období pokles.

- / Položka menšinového vlastního kapitálu zde vyjadřuje menšinové podíly na vlastním kapitálu ovládaných a řízených osob, tato položka byla vykázána poprvé v roce 2012 ve výši 59 241 tis. Kč a poté poklesla v roce 2013 na hodnotu 22 507 tis. Kč a okolo této hodnoty se pohybovala až do konce sledovaného období.

3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Součástí finanční analýzy byla dále horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty sledující hlavní trendy nejvýznamnějších položek nákladových a výnosových položek Společnosti ve sledovaném období.

Tabulka 6: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období

VÝSLEDOVKA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	85 557	88 391	100 132	100 245	109 386
Náklady na prodané zboží	85 552	89 393	100 039	98 755	108 598
Obchodní marže	5	-1 002	93	1 490	788
% Tržeb celkem	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Výkony	3 477 779	3 235 028	3 044 939	2 776 602	2 896 210
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 477 779	3 235 028	3 044 939	2 776 602	2 896 210
% Tržeb celkem	97,6%	97,3%	96,8%	96,5%	96,4%
Výkonová spotřeba	1 831 503	1 830 590	2 041 910	1 825 727	1 900 409
% Tržeb celkem	51,4%	55,1%	64,9%	63,5%	63,2%
Přidaná hodnota	1 646 281	1 403 436	1 003 122	952 365	996 589
% Tržeb celkem	46,2%	42,2%	31,9%	33,1%	33,2%
Osobní náklady	280 862	253 335	276 393	271 548	266 041
% Tržeb celkem	7,9%	7,6%	8,8%	9,4%	8,9%
Daně a poplatky	41 698	13 133	2 504	3 018	2 684
% Tržeb celkem	1,2%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
Odpisy dlouhodobého majetku	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903
% Tržeb celkem	10,1%	10,4%	8,6%	9,4%	8,5%
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	79 373	1 035	11 417	36 265	7 715
% Tržeb celkem	2,2%	0,0%	0,4%	1,3%	0,3%
ZC prodaného majetku	2 821	50	1 467	35 545	5 264
Změna stavu rezerv a OP	2 070	-15 714	-102 343	2 173	-2 363
Ostatní provozní výnosy	434 744	147 494	50 241	54 502	26 884
% Tržeb celkem	12,2%	4,4%	1,6%	1,9%	0,9%
Ostatní provozní náklady	458 712	159 091	44 205	39 026	54 834
% Tržeb celkem	12,9%	4,8%	1,4%	1,4%	1,8%
Provozní VH	1 013 420	794 920	573 314	422 236	449 825
% Tržeb celkem	28,4%	23,9%	18,2%	14,7%	15,0%
Finanční VH	49 303	6 054 713	164 080	63 136	13 555
% Tržeb celkem	1,4%	182,2%	5,2%	2,2%	0,5%
VH za běžnou činnost	1 062 723	6 849 633	737 394	485 372	463 380
Daň z příjmů za běžnou činnost	214 685	175 587	141 399	98 910	87 011

VÝSLEDOVKA	2011	2012	2013	2014	2015
Mimořádný VH	-8 268	-1 864	0	0	0
VH za účetní období	839 770	6 672 182	595 995	390 808	376 369
% Tržeb celkem	23,6%	200,8%	19,0%	13,6%	12,5%

Zdroj: vlastní zpracování

- / Tržby za prodej zboží jsou tvořeny tržbami za prodej vody a elektřiny a v rámci sledovaného období vykazovaly rostoucí trend. Vzhledem k velmi nízké obchodní marži nemá však tento růst významný vliv na hospodářské výsledky.
- / Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou hlavní výnosovou položkou Společnosti a v rámci sledovaného období docházelo k jejich poklesu.
- / Výkonová spotřeba vykázala ve sledovaném období mírný nárůst, přičemž její podíl na obratu Společnosti se zvýšil z 51,4 % v roce 2011 na 63,2 % v roce 2015. S tímto vývojem korespondovala přidaná hodnota, která vykázala ve sledovaném období pokles absolutních hodnot i podílu na obratu Společnosti
- / Osobní náklady vykázaly ve sledovaném období pokles, jejich podíl na obratu dosahoval stabilní úrovně okolo 9 %.
- / Ostatní provozní výnosy vykázaly ve sledovaném období pokles, byly tvořeny výnosy z prodeje emisních povolenek a z čerpání dotací k povolenkám. Výjimečně vysokých hodnot dosáhly v roce 2011 díky čerpání dotace k bezplatně přiděleným emisním povolenkám, rozpuštění rezervy z roku 2010 a prodej části emisních povolenek, v následujících letech jsou dále do těchto výnosů rozpouštěny dotace.
- / Položka ostatních provozních nákladů souvisí s prodejem nebo spotřebou bezplatně přidělených emisních povolenek CO₂. Ostatní provozní náklady jsou ve většině sledovaného období vyšší než ostatní provozní výnosy, což je zapříčiněno spotřebou emisních povolenek provozem Společnosti.
- / Provozní zisk od začátku sledovaného období do roku 2014 klesal, v roce 2015 pak mírně vzrostl. Podíl provozního zisku na tržbách Společnosti, tedy provozní zisková marže, ve sledovaném období klesal, a to z hodnoty 28,4 % v roce 2011 na hodnotu 15 % v roce 2015.
- / Finanční výsledek hospodaření vykázal v roce 2012 velmi výrazný nárůst ze 49 303 tis. Kč na 6 054 713 tis. Kč, a poté postupný pokles až na hodnotu 13 555 tis. Kč v roce 2015.

- / Výsledek hospodaření za běžnou činnost se pak taktéž s výkyvem v roce 2012 vyvíjel ve sledovaném období v klesajícím trendu.

3.3 Zisková marže

Zisková marže vyjadřuje podíl výsledku hospodaření na tržbách společnosti. V účetních výkazech se pro stanovení ziskové marže často používá ukazatel EBIT (tj. zisk před nákladovými úroky a daněmi) či EBITDA (zisk před nákladovými úroky, daněmi, depreciační a amortizační). Směrodatná je především marže EBITDA, ze které je na rozdíl od marže EBIT vyloučen vliv odpisové politiky hmotného i nehmotného majetku, který může být značný především u podniků s vysokým podílem dlouhodobého hmotného majetku.

Tabulka 7: Vývoj ziskové marže ve sledovaném období [v tis. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	1 062 723	6 849 633	737 394	489 718	463 380
meziroční růst		545 %	-89 %	-34 %	-5 %
Odpisy	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903
meziroční růst		-4 %	-22 %	0 %	-5 %
Tržby za prodej zboží a výkony	3 563 336	3 323 419	3 145 071	2 876 847	3 005 596
meziroční růst		-7 %	-5 %	-9 %	4 %
EBITDA marže	39,9%	216,5 %	32,0 %	26,4 %	23,9%
meziroční růst		442 %	-85 %	-18 %	-9 %
EBIT marže	29,8%	206,1%	23,4 %	17,0 %	15,4 %
meziroční růst		591 %	-89 %	-27 %	-9 %

Zdroj: finanční výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Společnost v rámci sledovaného období nevykazovala úročený cizí kapitál, tzn. v rámci nákladů neevidovala nákladové úroky, proto hodnota EBIT koresponduje s výsledkem hospodaření před zdaněním.
- / Z analýzy je patrné, že hodnota ukazatele EBIT po nárůstu o více než 500 % v roce 2012 poklesla ve sledovaném období na hodnotu nižší než v roce 2011.
- / EBITDA marže v roce 2012 vykázala velmi výrazný nárůst a poté v následujících letech postupně klesala až na hodnotu 23,9 %, což v porovnání s hodnotou 39,9 % na začátku sledovaného období znamená pokles.
- / EBIT marže ke konci roku 2015 znamenala hodnotu 15,4 %, což podobně jako u EBITDA marže znamenalo pokles oproti roku 2011.

3.4 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je jedním z nejvýznamnějších ukazatelů finanční analýzy, protože přímo poukazuje na likviditu dané společnosti. Pracovní kapitál tvoří položky oběžných aktiv, od

jejichž součtu je odečtena suma krátkodobých závazků. Poukazuje tak na finanční situaci společnosti, pokud uhradí své krátkodobé závazky pomocí krátkodobých aktiv.

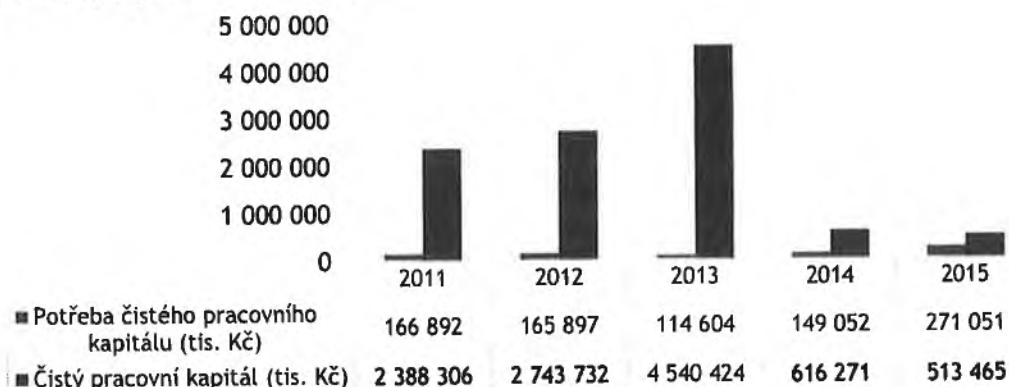
Tabulka 8: Analýza pracovního kapitálu [tis. Kč]

	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	136 469	43 145	32 083	29 080	35 143
Krátkodobé pohledávky	369 341	380 699	341 604	335 741	438 595
Krátkodobý finanční majetek	2 432 963	2 890 355	4 696 663	621 795	427 973
Časové rozlišení aktivní	3 218	34 022	2 315	3 306	3 166
Celkem	2 941 991	3 348 221	5 072 665	989 922	904 877
Krátkodobé závazky	547 128	598 390	525 856	356 528	383 949
Časové rozlišení pasivní	6 557	6 099	6 385	17 123	7 463
Celkem	553 685	604 489	532 241	373 651	391 412
Pracovní kapitál	2 388 306	2 743 732	4 540 424	616 271	513 465
Změna stavu ČPK	-	355 426	1 796 692	-3 924 153	-102 806

Zdroj: vlastní zpracování

- / Pracovní kapitál ze začátku sledovaného období vykazoval silný růst, zejména vlivem růstu krátkodobého finančního majetku. V roce 2014 došlo k výraznému poklesu, přičemž mírným poklesem pokračoval vývoj i v roce 2015.
- / Pracovní kapitál byl ve všech letech sledovaného období kladný, což je známkou dobré finanční situace Společnosti ve sledovaném období.

Graf 1: Analýza pracovního kapitálu



Zdroj: vlastní zpracování

- / Při porovnání hodnot pracovního kapitálu s ukazatelem potřeby pracovního kapitálu, který je tvořen součinem obrátového cyklu peněz a jednodenních nákladů, vykazuje Společnost výrazně vyšší hodnoty pracovního kapitálu, což ukazuje opět na dobrou finanční kondici.

3.5 Investice a odpisy

- / Společnost vlastnila k 31. 12. 2015 dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek vykazovala
3 198 698 tis. Kč, přičemž 98,6 % z této hodnoty tvořil dlouhodobý hmotný majetek.

Tabulka 9: Dlouhodobý nehmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]

Dlouhodobý nehmotný majetek	2015
Software	8 406
Ocenitelná práva - povolenky CO ₂	31 558
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 314
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 612
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	285
Dlouhodobý nehmotný majetek celkem	46 175

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 10: Dlouhodobý hmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]

Dlouhodobý hmotný majetek	2015
Pozemky	373 593
Stavby	2 243 322
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	468 828
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	157
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	75 430
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	2 685
Opravná položka	-11 492
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	3 152 523

Zdroj: vlastní zpracování

- / Přírůstky jednotlivých položek dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku ve sledovaném období kolísají. Po výrazném poklesu v roce 2012 je již vykázován stabilní pokles, přičemž nehmotný dlouhodobý majetek v roce 2015 vykázal růst, zatímco dlouhodobý hmotný majetek klesal v celém sledovaném období.

Tabulka 11: Přírůstky dlouhodobého majetku ve sledovaném období [v tis. Kč]

Přírůstky majetku	2011	2012	2013	2014	2015
Software	25 986	12 850	5 636	6 936	8 406
Ocenitelná práva	57 657	49 195	36 170	26 272	31 558
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 640	1 141	2 111	1 708	1 314
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 166	1 680	1 566	4 034	4 612
Poskytnuté zálohy na dl. nehmotný majetek	0	0	0	285	285
Dlouhodobý nehmotný majetek celkem	88 449	64 866	45 483	39 235	46 175
Přírůstky dlouhodobého nehmotného majetku	x	-23 583	-19 383	-6 248	6 940
Pozemky	364 559	364 193	365 961	373 593	373 593
Stavby	3 186 488	2 411 523	2 381 822	2 318 209	2 243 322

Přírůstky majetku	2011	2012	2013	2014	2015
Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	944 788	645 152	606 867	527 381	468 828
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	157	157	157	157	157
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	25 652	49 427	31 651	35 035	75 430
Poskytnuté zálohy na dl. hmotný majetek	1 687	252	289	169	2 685
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	4 533 443	3 470 704	3 373 460	3 241 826	3 152 523
Přírůstky dlouhodobého hmotného majetku	-	-1 062 739	-97 244	-131 634	-89 303
Přírůstky DHM a DNM celkem	-	-1 086 322	-116 627	-137 882	-82 363

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce jsou uvedeny výdaje Společnosti spojené s nabytím dlouhodobého majetku ve sledovaném období.

Tabulka 12: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr ⁵
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	128 752	917 646	183 645	152 811	168 871	-	310 345
Plánované investice dle výročních zpráv	-	311 575	219 660	175 454	251 289	358 721	305 005
Odpisy	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903	-	300 339

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je zřejmé, že Společnost investovala v jednotlivých letech spíše pod odpisy (průměrná výše 300 339 tis. Kč, což nemůže být dlouhodobý stav, Zhotovitel předpokládá dlouhodobě udržitelnou míru investic brutto přibližně na úrovni průměru let 2011 až 2015 (310 345 tis. Kč), čemuž odpovídají i průměrné plánované investice z výročních zpráv publikovaných pro roky 2014 a 2015 tj. 251 289 tis. Kč a 358 721 tis. Kč. Dlouhodobě udržitelnou míru investic Zhotovitel odhaduje na 305 005 tis. Kč.

3.6 Poměrové ukazatele

3.6.1 Ukazatele rentability⁶

Ukazatele rentability se používají pro hodnocení a komplexní posouzení celkové efektivnosti podniku, tedy schopnosti podniku generovat zisk. Ukazatel rentability aktiv vyjadřuje, kolik je podnik schopen vygenerovat zisku z aktiv, která má k dispozici. Rentabilita tržeb hodnotí, kolik zisku vygenerovaly celkové tržby (tržby za prodej zboží a výkony). Rentabilita celkového kapitálu a dlouhodobého investovaného kapitálu byla určena vzhledem k provoznímu zisku,

⁵ Průměry jsou za celé období s výjimkou plánovaných investic, kde je průměrný údaj pouze za poslední 2 roky

⁶ ROA = (hospodářský výsledek před zdaněním + nákladové úroky) / celková aktiva

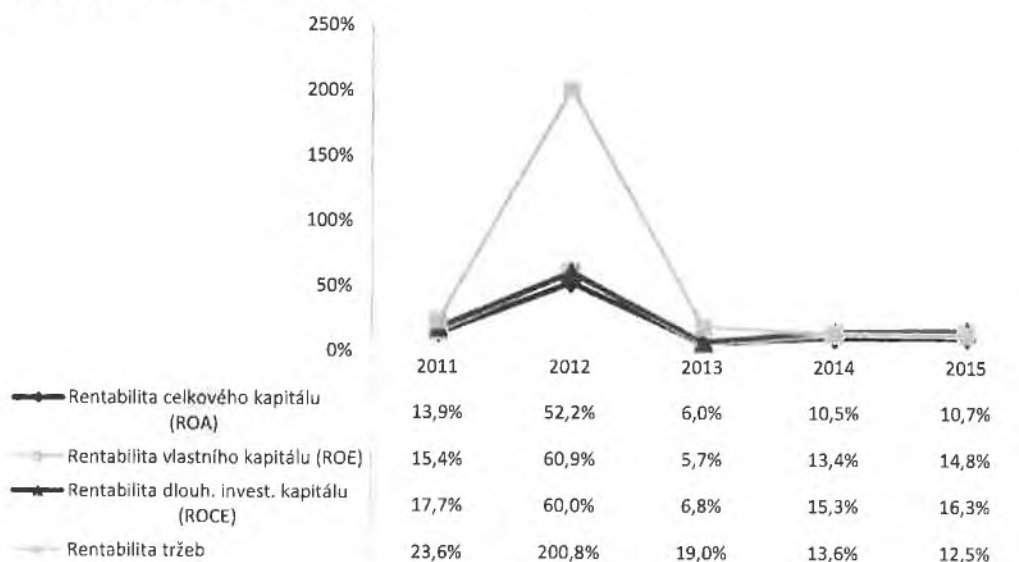
ROE = Výsledek hospodaření za účetní období / vlastní kapitál

ROCE = (HV před zdaněním + nákladové úroky) / (vlastní kapitál + rezervy + dlouhodobé závazky + dlouhodobé úvěry)

Rentabilita tržeb = Výsledek hospodaření za účetní období / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)

rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb a výkonů naopak k celkovému výsledku hospodaření.

Graf 2: Vývoj ukazatelů rentability



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Ukazatele vykázaly v roce 2012 velmi výrazný nárůst způsobený výše analyzovaným nárůstem výsledků hospodaření. Celkově ve sledovaném období všechny ukazatele rentability vykázaly pokles.

3.6.2 Ukazatele aktivity⁷

Ukazatele obratu měří úroveň hospodaření a využívání jednotlivých složek majetku.⁸

- / Doba obratu zásob se ve sledovaném období snížila z velmi vysokých hodnot (582 dní) v roce 2011, kdy byly zásoby vykazovány v hodnotě několikanásobně vyšší, než v následujících obdobích. Na konci sledovaného období tento ukazatel zaznamenal hodnotu 118 dní.

⁷ Doba obratu celkových aktiv = (celková aktiva / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)) * 365

Doba obratu zásob = (zásoby / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Spotřeba materiálu a energie)) * 365

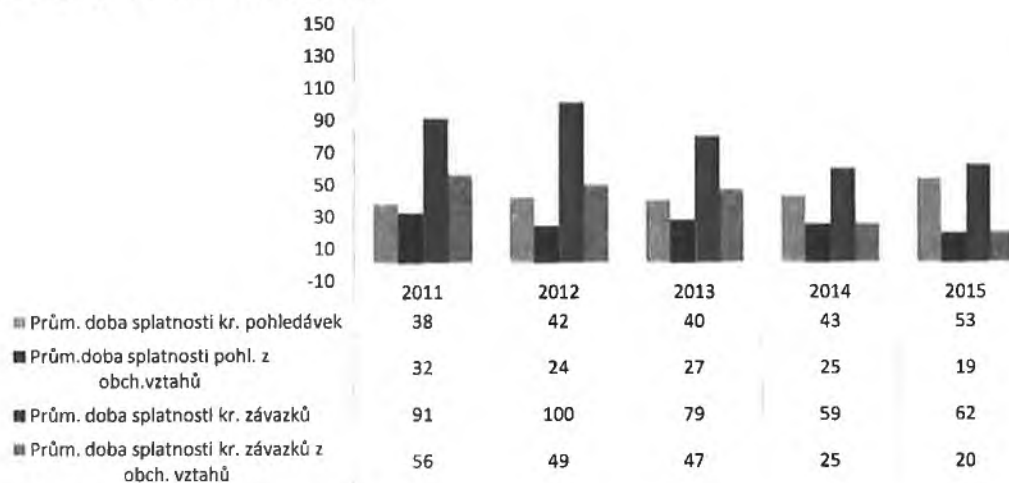
Doba inkasa kr. pohledávek = (kr. pohledávky / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)) * 365

Doba splatnosti kr. závazků = (kr. závazky / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Výkonová spotřeba + Osobní náklady)) * 365

⁸ Doba obratu zásob byla určena jako podíl hodnoty zásob a průměrnými denními tržbami a výkony v daném roce. Stejným způsobem byla určena i doba inkasa krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů i krátkodobých pohledávek celkem, tj. v obou případech byly položky vztaženy k tržbám a výkonům. Doba splatnosti závazků byla naopak vztažena k průměrné denní výkonové spotřebě v jednotlivých letech.

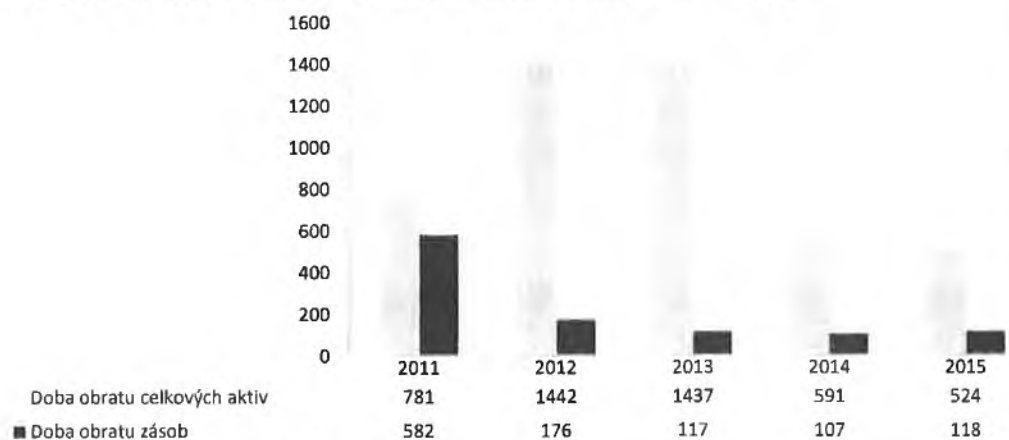
- / Doba obratu celkových aktiv výrazně vzrostla v letech 2012 a 2013, kdy proběhl výrazný nárůst výše popsany, poté jeho hodnota poklesla.
- / Průměrná doba inkasa krátkodobých pohledávek jako jediný ukazatel ve sledovaném období vzrostla.

Graf 3: Vývoj ukazatelů aktivity [dny]



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

Graf 4: Vývoj ukazatelů aktivity - Doba obratu zásob a celkových aktiv [dny]



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

3.6.3 Ukazatele likvidity⁹

Ukazatele likvidity měří schopnost podniku promptně uhrazovat své splatné závazky. Pro hodnocení této schopnosti je důležitý rozbor vzájemných vztahů mezi položkami aktiv a pasiv, konkrétně mezi oběžnými aktivy, krátkodobými závazky a krátkodobými úvěry. Ukazatele by měly dosahovat hodnot v doporučeném rozmezí.

Tabulka 13: Ukazatele likvidity

	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	5,37	5,54	9,64	2,77	2,35
Rychlá likvidita	5,12	5,47	9,58	2,69	2,26
Peněžní likvidita	4,45	4,83	8,93	1,74	1,11

Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Peněžní likvidita Společnosti je výrazně vyšší, než jsou doporučené hodnoty (0,1-0,3), ale ke konci sledovaného období lze pozorovat její pokles.
- / Rychlá likvidita ze začátku sledovaného období vykazovala rostoucí tendenci, kdy její výše výrazně převyšovala doporučované hodnoty. Ke konci sledovaného období však lze pozorovat výraznější pokles a přiblížení se k doporučovaným hodnotám (tj. 0,9 - 1,1). Běžná likvidita vykazovala ve sledovaném období obdobný vývoj jako likvidita běžná či peněžní.

3.6.4 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy¹⁰

Ukazatele zadlužení měří úroveň dlouhodobé finanční stability podniku. Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje (dluh). Používání cizích zdrojů ovlivňuje na jedné straně výnosnost vlastního kapitálu, na straně druhé riziko a zadluženost.

Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti

	2011	2012	2013	2014	2015
Zadluženost celková (Stupeň zadluženosti)	0,14	0,08	0,07	0,14	0,16
Zadluženost vlastního kapitálu	0,20	0,10	0,09	0,23	0,27
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem	1,25	1,16	1,47	0,88	0,84
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	1,17	1,13	1,43	0,80	0,75

⁹ Běžná likvidita = (oběžná aktiva - dl. pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Rychlá likvidita = (krátkodobý finanční majetek + krátkodobé pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Okamžitá likvidita = krátkodobý finanční majetek / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

¹⁰ Zadluženost celková = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / aktiva celkem

Zadluženost vlastního kapitálu = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / vlastní kapitál

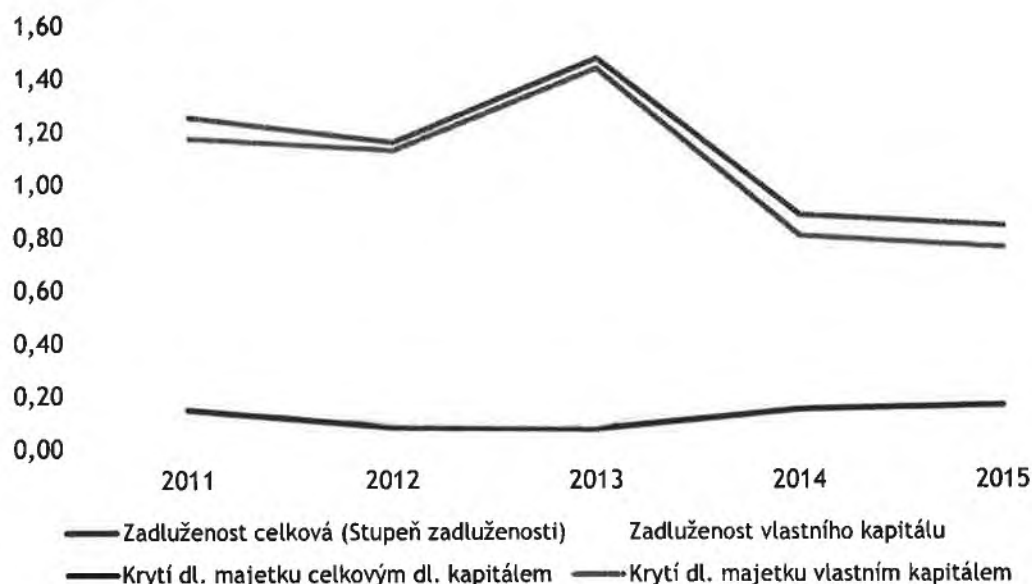
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem = (Vlastní kapitál + Dl. závazky + Dl. bankovní úvěry) / Dl. majetek

Krytí dl. majetku celkovým vl. kapitálem = vlastní kapitál / dlouhodobý majetek

Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Celkové zadlužení Společnosti se ve sledovaném období pohybovalo mezi 7 % až 16 %. Propad hodnot zadlužení v letech 2012 a 2013 byl zapříčiněn výrazně zvýšenými aktivy, resp. vlastním kapitálem s mírně klesajícími cizími zdroji. V následujících letech je již patrný rostoucí trend.
- / Ukazatele krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem a vlastním kapitálem klesají.

Graf 5: Vývoj ukazatelů zadluženosti



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

3.7 Shrnutí

Na hospodaření Konsolidačního celku byl patrný výrazný výkyv v letech 2012 a 2013, který znamenal nárůst bilanční sumy na straně aktiv způsobený nárůstem finančního majetku, ze strany pasiv způsobený nárůstem výsledku hospodaření běžného účetního období v roce 2012 a výsledku hospodaření minulých let v roce 2013. Celkově bilanční suma, a tedy i většina položek aktiv a pasiv, ve sledovaném období klesala. Z majetkového hlediska se konsolidovaný celek zmenšil.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, tvořící naprostou většinu obrátu Konsolidačního celku vykazovaly ve sledovaném období pokles. Tento pokles byl spojen s mírným nárůstem výkonové spotřeby. Ostatní nákladové položky vykazovaly pokles. Z hlediska zisku došlo ve sledovaném období také k poklesu. S tímto vývojem korespondoval vývoj ziskové marže a to

jak z pohledu EBIT marže, tak marže na úrovni EBITDA, vyjma roku 2012, ve kterém byl zaznamenán velmi výrazný nárůst zisku.

Analýza čistého pracovního kapitálu vyšla pro Společnost pozitivně. Přestože hodnota čistého pracovního kapitálu celkově poklesla, ve všech obdobích překonala hodnotu ukazatele potřeby čistého pracovního kapitálu.

Ukazatele rentability po nárůstu v roce 2012 vykázaly celkově pokles. Ukazatele aktivity vykazovaly ve sledovaném období pokles doby obratu, kromě ukazatele průměrného inkasa krátkodobých pohledávek. Ukazatele likvidity ve sledovaném období poklesly, avšak z velmi vysokých hodnot a nebyla tak ohrožena krátkodobá finanční stabilita Společnosti. Ukazatele zadluženosti z pohledu celkové zadluženosti a zadluženosti vlastního kapitálu po poklesu v 2012 a 2013 vykazují rostoucí trend. Ukazatele krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem a vlastním kapitálem ve sledovaném období poklesly. Dlouhodobá finanční stabilita se tedy vyvíjela mírně negativně.

Poměrové ukazatele jsou ovšem v konkurenčním srovnání hodnoceny pozitivně. Společnost disponuje vyšší rentabilitou, než konkurence, mnohem vyšší krátkodobou finanční stabilitou a srovnatelnou, nebo lepší dlouhodobou finanční stabilitou. Z hlediska aktivity je Společnost hodnocena ve většině aspektů pozitivně v porovnání s konkurencí.

Dlouhodobá finanční rovnováha Společnosti je hodnocena rovněž velmi pozitivně a v odvětvovém srovnání nadprůměrně, poněvadž oceňovaný podnik dlouhodobě uplatňuje konzervativní finanční strategii a cizí zdroje využívá ve velmi malém rozsahu.

Na základě provedené finanční analýzy lze konstatovat, že hospodářská činnost Společnosti je stabilizována s výnosovým potenciálem do budoucna, neboť dosahuje dlouhodobého růstu výsledku hospodaření při konzervativnější strategii financování. V budoucnosti nejsou předpokládány významnější rizika ohrožující chod Společnosti a existuje tak vysoká pravděpodobnost dlouhodobé existence, čímž je naplněn princip going-concern.

4 Strategická analýza

4.1 Makroekonomická situace

4.1.1 Ekonomický výkon

Podle Ministerstva financí výkonnost ekonomiky měřená reálným HDP ve 4. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 2,0 % (proti 2,2 %), sezónně očištěný HDP se mezičtvrtletně zvýšil o 0,4 % (proti 0,7 %). K mezičtvrtletnímu růstu hrubé přidané hodnoty o 0,3 % nejvíce přispěly zpracovatelský průmysl, činnosti v oblasti nemovitostí, peněžnictví a pojišťovnictví a informační a komunikační činnosti. Růst hrubé přidané hodnoty naopak významněji zpomalovalo propadem poptávky sektoru vládních institucí zasažené stavebnictví. ČSÚ rovněž revidoval strukturu růstu HDP za první tři čtvrtletí 2016 při zachování jeho celkové dynamiky. Došlo tak ke zvýšení růstu spotřeby domácností při prohloubení propadu investic do fixního kapitálu, který z části kompenzoval růst zásob. Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP byl snížen.

Nárůst spotřeby domácností plynul z rostoucího disponibilního důchodu při vysoké důvěře spotřebitelů. Výdaje domácností na konečnou spotřebu podpořil také meziroční pokles míry úspor. Nejdynamičtěji rostoucí složku spotřeby domácností představovaly výdaje na statky střednědobé a dlouhodobé spotřeby, což svědčí o optimismu domácností ohledně budoucího vývoje ekonomiky. K růstu celkové spotřeby domácností přispívaly také výdaje na služby a zejména předměty krátkodobé spotřeby, jež jsou na hospodářské fluktuace méně citlivé. Reálně se spotřeba domácností zvýšila o 3,0 % (proti 2,8 %). Spotřeba vládních institucí vzrostla o 0,2 % (proti 2,0 %), k čemuž přispěl pokles běžných výdajů, financovaných z části z prostředků EU.

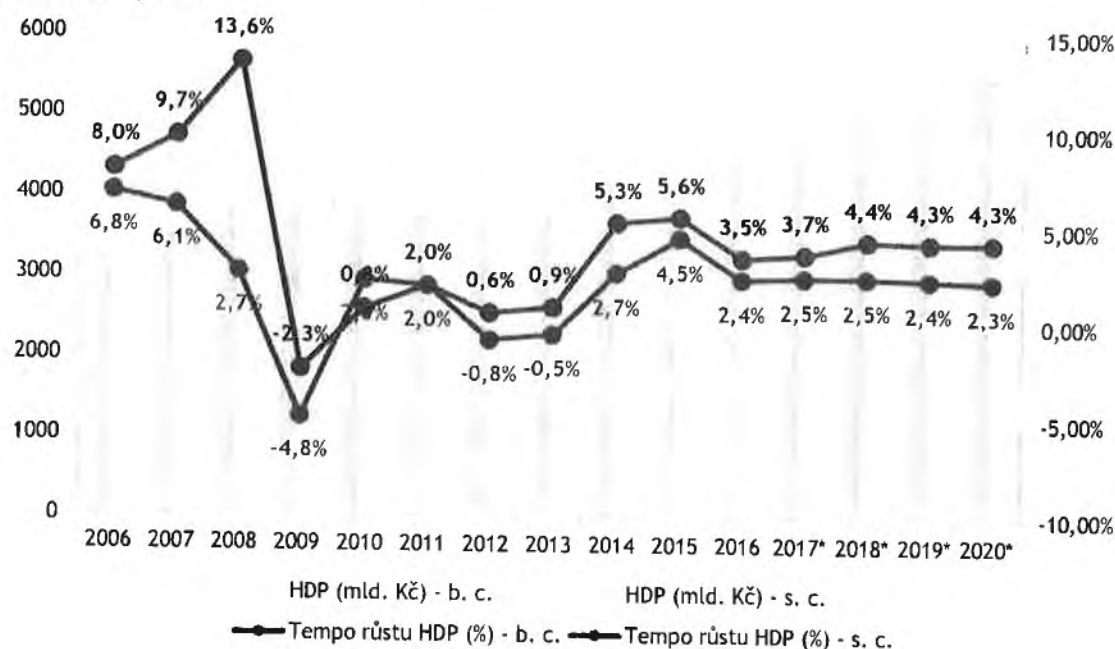
Meziroční růst vývozu zboží a služeb se při zpomalení vývozu obou složek oproti stejnému čtvrtletí předchozího roku snížil o 7,5 p. b. na 1,8 % (proti 4,8 %) nejen vlivem mírného zpomalení růstu exportních trhů, ale především kvůli zhoršení exportní výkonnosti. Dovoz zboží a služeb se zvýšil o 0,5 % (proti 3,7 %), jeho slabší dynamika odrážela především výrazné zpomalení exportu a propad dovozní náročné investiční poptávky.

V roce 2017 by měl být ekonomický růst tažen zejména domácí poptávkou v čele s výdaji na konečnou spotřebu domácností a obnovenou investiční aktivitou firem a vládních institucí. Růst HDP by měly posílit také spotřeba sektoru vládních institucí a zahraniční obchod. Ministerstvo financí očekává, že reálný HDP v roce 2017 a 2018 vzroste shodně o 2,5 % (proti 2,6 %, resp. 2,4 %). Spotřeba domácností bude podpořena růstem reálného disponibilního důchodu, který však bude oproti roku 2016 pomalejší, a klesající mírou úspor. V letošním roce by se ve vývoji spotřeby domácností měla pozitivně promítnout i dynamika spotřebitelských úvěrů a optimistická očekávání spotřebitelů (viz kapitulu 2.2). Spotřeba domácností by se

tak letos mohla zvýšit o 2,4 % (beze změny). S ohledem na řadu diskrečních změn v sociální oblasti, k jejichž legislativnímu schválení pravděpodobně dojde ještě před podzimními volbami do poslanecké sněmovny, pro rok 2018 je možné počítat se zrychlením růstu spotřeby domácností na 2,7 % (proti 2,4 %). Ministerstvo financí odhaduje, že spotřeba vládních institucí v roce 2017 vzroste o 1,7 % (proti 1,6 %) a v roce 2018 o 1,5 % (proti 1,4 %).

Ministerstvo financí očekává, že se vývoz zboží a služeb v roce 2017 zvýší o 3,0 % (proti 4,0 %) a v roce 2018 o 4,1 % (proti 4,3 %). Snížení růstové dynamiky oproti roku 2016 odráží předpokládané zpomalení růstu exportních trhů bez významného zrychlení exportní výkonnosti (viz kapitolu 3.4). Na straně dovozu zboží a služeb lze očekávat vliv pomalejšího růstu vývozu, který však bude kompenzován růstem hrubých domácích výdajů, a v jejich rámci zejména dovozně náročnou investiční poptávkou. Dovoz tak v roce 2017 pravděpodobně poroste o 3,1 % (proti 4,1 %) a v roce 2018 o 4,1 % (proti 4,2 %).

Graf 6: Vývoj HDP



Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-duben-2017-28211>

4.1.2 Inflace

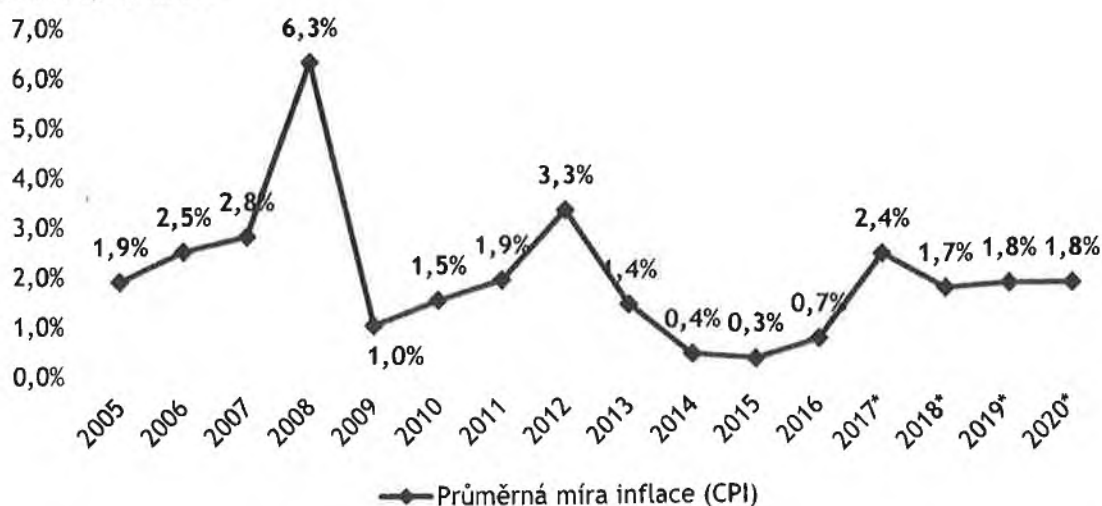
Meziroční růst spotřebitelských cen v únoru 2017 činil 2,5 % (proti 2,0 %). K odchylce skutečnosti od predikce přispěl zejména vývoj cen v oddíle potravin a nealkoholické nápoje. Naplnilo se tak proinflační riziko identifikované Ministerstvem financí začátkem roku 2017.

Vyšší inflace byla v ČR naposledy v listopadu 2012, kdy ovšem zásadní roli hrála administrativní opatření. V únoru 2017 však jejich příspěvek k meziroční inflaci dosáhl -0,2 p. b., a to zejména vlivem mírného poklesu regulovaných cen. Z hlediska jednotlivých oddílů spotřebního koše byl v meziroční inflaci zřetelný především příspěvek oddílu potravin a nealkoholické nápoje (0,8 p. b.) a oddílu doprava (0,7 p. b.).

Průměrná míra inflace by v roce 2017 měla dosáhnout 2,4 % (proti 2,0 %) při prosincovém meziročním růstu spotřebitelských cen o 2,0 % (proti 1,6 %). Meziroční inflace se k dubnu 2017 již dva měsíce nacházela nad 2% cílem ČNB, přičemž by nad ním podle naší predikce měla setrvat po většinu roku 2017. V následujících letech by se měla pohybovat v tolerančním pásmu ± 1 p. b. okolo inflačního cíle.

V roce 2018 by se inflace měla snížit po odeznění jednorázových faktorů ze 4. čtvrtletí 2016 a počátku roku 2017 (ceny potravin, zavedení elektronické evidence tržeb) a se slabým přispěním posilující koruny. Neutrálně by měla působit stagnující cena ropy a jen velmi mírně proinflačně administrativní opatření. Podobně jako v roce 2017 by se v inflaci měl odrážet růst jednotkových nákladů práce, domácí poptávky a kladná mezera produktu. Průměrná míra inflace by v roce 2018 mohla činit 1,7 % (proti 1,6 %), prosincový meziroční růst spotřebitelských cen také 1,7 % (proti 1,6 %).

Graf 7: Vývoj inflace



Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-duben-2017-28211>

4.1.3 Trh práce

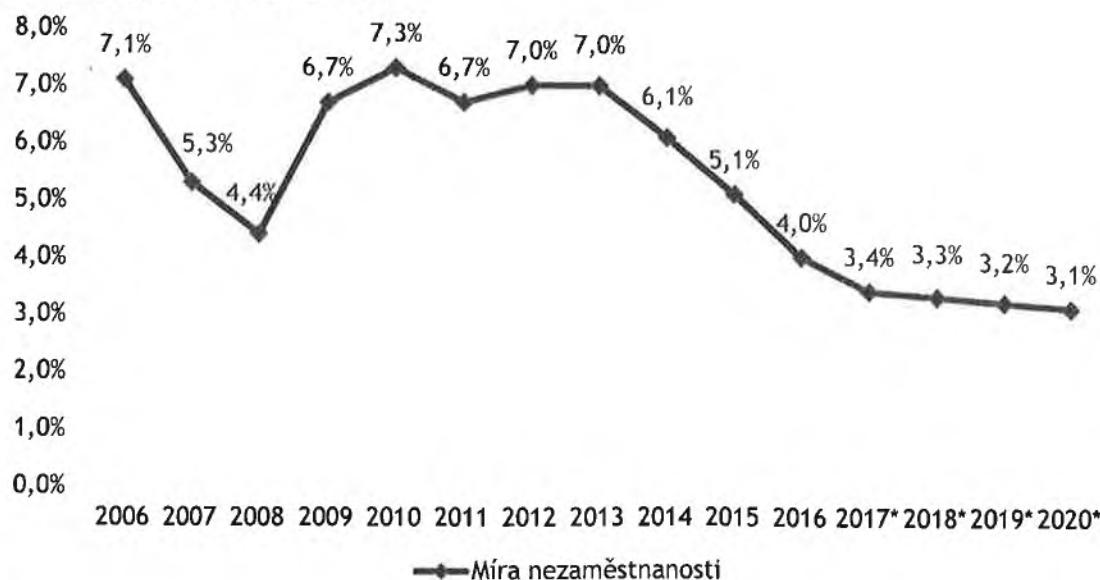
Trh práce se v závěru roku 2016 opět vyvíjel o poznání příznivěji, než by odpovídalo situaci reálné ekonomiky. Pokračoval meziroční růst zaměstnanosti tažený jak počtem zaměstnanců, tak i podnikatelů. Míry zaměstnanosti i ekonomické aktivity pro skupinu 15-64 let dosáhly ve

4. čtvrtletí nových historických maxim ve výši 72,8 %, resp. 75,6 %. Míra nezaměstnanosti (VŠPS) dále klesala na rekordně nízké hodnoty, u registrované nezaměstnanosti pak došlo k opětovnému zrychlení jejího meziročního poklesu. Počet volných pracovních míst opět vzrostl, a blíží se tak dosavadním maximům z roku 2008. Rychle narůstající frakce na trhu práce se promítly i do znatelného růstu objemu mezd a platů. Zaměstnanost podle VŠPS ve 4. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 2,2 % (proti 1,9 %). Počet zaměstnanců se zvýšil o 1,8 % (proti 1,9 %), počet podnikatelů byl vyšší o 3,8 % (proti 0,2 %). Pokračoval růst počtu podnikatelů bez zaměstnanců (o 6,9 %), počet podnikatelů se zaměstnanci naopak opět klesl (o 5,8 %).

Z odvětvového hlediska byl růst zaměstnanosti (podle podnikové statistiky) dán zpracovatelským průmyslem, silně též rostl počet zaměstnanců v odvětvích informační a komunikační činnosti; profesní, vědecké a technické činnosti; činnosti v oblasti nemovitostí či energetika. Silný pokles byl naopak zaznamenán v těžbě a dobývání (o 8,0 %), a dále ve stavebnictví a zemědělství. Nedostatek pracovníků se projevuje prakticky ve všech odvětvích a stává se bariérou pro ekonomický růst.

Vlivem silného růstu v závěru roku 2016 Ministerstvo financí zvýšilo predikci růstu zaměstnanosti v roce 2017 na 1,1 % (proti 0,3 %). Pro rok 2018 je již počítáno s pouze slabým růstem zaměstnanosti o 0,3 % (beze změny).

Graf 8: Vývoj míry nezaměstnanosti



Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-duben-2017-28211>

Podle odhadů Ministerstva financí míra ekonomické aktivity (15-64 let) ve 4. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 1,4 p. b. na 75,6 % (proti 75,5 %). Předpokládá se, že stále ještě existuje

určitý prostor pro další růst míry participace, přičemž zásadní roli budou hrát demografické aspekty v podobě zvyšující se váhy věkových skupin s přirozeně vysokou mírou ekonomické aktivity (zejména v kategorii 40-49 let) a postupné zvyšování statutárního i skutečného věku odchodu do důchodu.

Tempo růstu objemu mezd (národní účty, domácí koncept) se ve 4. čtvrtletí 2016 zpomalilo na 5,6 % (proti 5,4 %). Podílel se na tom zejména zpracovatelský průmysl, v němž byl růst mezd o 5,5 % nejnižší za poslední dva roky. Nejvyšší dynamiku mezd zaznamenalo odvětví veřejná správa a obrana, vzdělávání, zdravotní a sociální péče (o 8,5 %), ve stavebnictví se objem mezd naopak téměř nezměnil (růst o 0,1 %). Za celý rok 2016 vzrostly mzdy a platy v národním hospodářství o 5,8 % (proti 5,6 %).

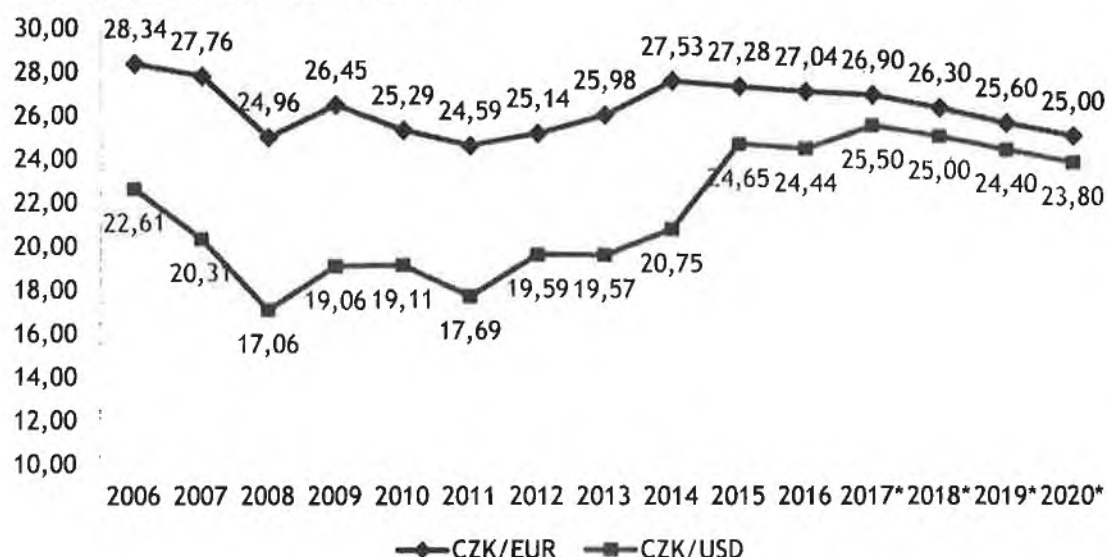
Průměrná mzda (podniková, přepočtená na plný úvazek) ve 4. čtvrtletí 2016 vzrostla o 4,2 % (proti 4,5 %). Vysoká poptávka po manuálních pracovnících se projevila dynamickým růstem mezd hlavně v nízko- a středněvýchodkových profesích. Nárůst mzdového mediánu o 6 % ve 4. čtvrtletí 2016 byl oproti dynamice průměrné mzdy (zvýšení o 4,2 %) výrazně vyšší. V 1. čtvrtletí 2017 by průměrná nominální mzda mohla růst o 4,5 % (beze změny), v roce 2017 pak o 4,6 % (beze změny). Tempo navyšování mezd by se v roce 2018 mohlo mírně zpomalit na 4,5 % (proti 4,3 %).

4.1.4 Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)

Od listopadu 2013 ČNB jako jeden z nástrojů měnové politiky využívá měnový kurz, a to prostřednictvím závazku nepřipustit posílení koruny pod hladinu 27 CZK/EUR. Měnový kurz koruny vůči euru od 3. čtvrtletí 2015 setrvává v blízkosti kurzového závazku 27 CZK/EUR. Od poloviny roku 2015 ČNB na obranu kurzového závazku opět intervenuje na devizovém trhu, přičemž mezi červencem 2015 a lednem 2017 dosáhl objem intervencí v úhrnu 40,3 mld. eur. Vzhledem k rostoucím spekulacím na posílení koruny po ukončení kurzového závazku byly intervence v lednu 2017 zvláště intenzivní (14,5 mld. eur).

Na základě předchozích prohlášení Bankovní rady ČNB, že neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve 2. čtvrtletí 2017, přičemž pravděpodobné ukončení závazku vidí okolo poloviny roku 2017, Ministerstvo financí pro 2. čtvrtletí roku 2017 zvolilo technický předpoklad stability kurzu na hladině 27,0 CZK/EUR. Očekává se, že poté začne koruna proti euru znovu mírně posilovat, a to zhruba o 0,6 % mezičtvrtletně. Lze přitom očekávat, že ČNB bude intervence na devizovém trhu dočasně využívat i po ukončení kurzového závazku, aby omezila případnou zvýšenou volatilitu kurzu. Odhadovaný vývoj kurzu koruny k dolaru je implikován kurzem USD/EUR, pro nějž Ministerstvo financí nadále stanovilo technický předpoklad stability na úrovni 1,05 USD/EUR (beze změny).

Graf 9: Vývoj průměrných měnových kurzů



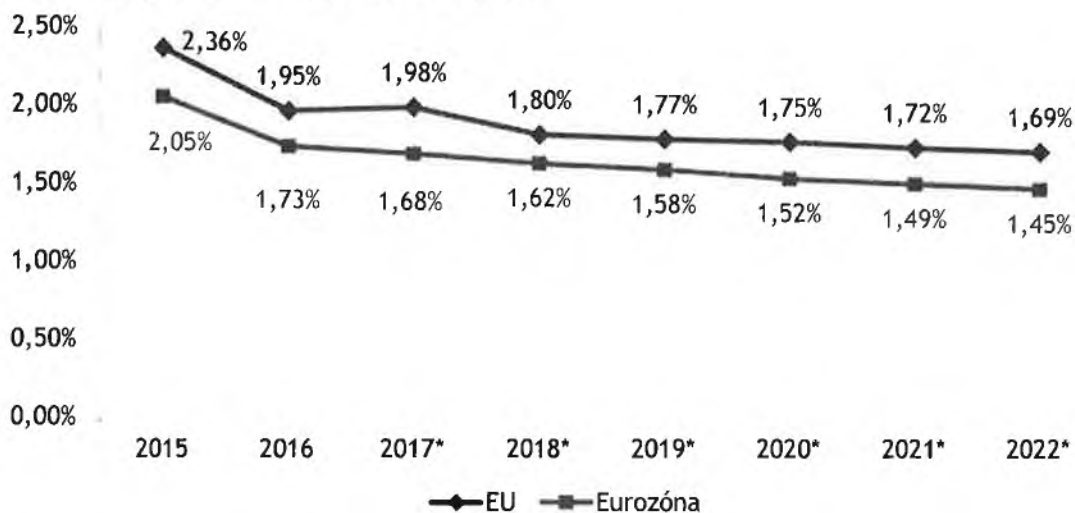
Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-duben-2017-28211>

4.1.5 Hospodářský vývoj EU¹¹

Hospodářské oživení Evropy, které v roce 2016 projevilo svou odolnost vůči globálním výzvám, má podle očekávání pokračovat i v roce 2017 a v roce následujícím: poprvé za téměř deset let by měly ekonomiky všech členských států EU růst během celého prognózovaného období (2016, 2017 a 2018). Reálné HDP v eurozóně roste již patnáct čtvrtletí, značným tempem se zvyšuje zaměstnanost a nezaměstnanost nadále klesá, ačkoli se stále drží nad úrovní před krizí. Motorem růstu zůstává soukromá spotřeba. Růst investic pokračuje, ale je stále jen mírný. Podle aktuální zveřejněné prognózy očekává Evropská komise růst HDP v eurozóně ve výši 1,6 % v roce 2017 a 1,8 % v roce 2018. Růst HDP v celé EU by měl sledovat obdobný trend a dosáhnout v roce 2017 i následujícím roce 1,8 %. V grafu níže je zobrazen vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně podle predikce Mezinárodního měnového fondu.

¹¹http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-251_en.htm

Graf 10: Vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

V roce 2016 začaly podle předpokladů opět růst dokonce i členské státy, jež byly nejhůře zasaženy během hospodářské recese. Dopad zhodnocení amerického dolaru a vyšších dlouhodobých úrokových sazeb by však mohl vést k větším rozdílům v tempu růstu jednotlivých členských států.

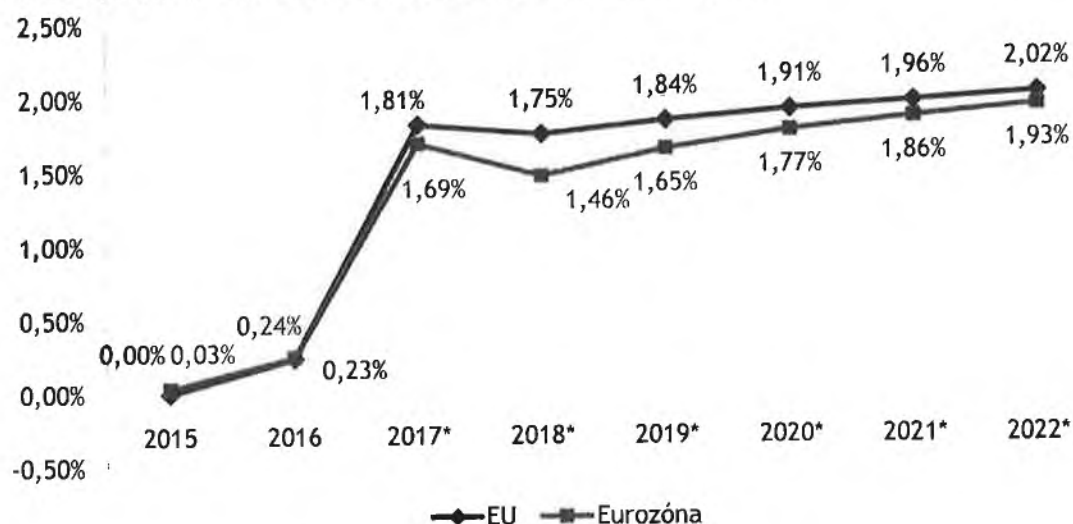
Investice se budou podle Evropské komise pravděpodobně dále zvyšovat, třebaže jen mírně, a to díky řadě faktorů, jako jsou velmi nízké náklady na financování a posilování hospodářské aktivity ve světě. Investice v eurozóně jsou celkově o 8,2 % vyšší než na začátku hospodářského oživení v prvních měsících roku 2013 a v roce 2017 mají dále růst o 2,9 % a o rok později o 3,4 % (2,9 % a 3,1 % v EU).

Hospodářské oživení má v návaznosti na rozsáhlé strukturální reformy v několika členských státech i nadále silný pozitivní vliv na trhy práce. Růst zaměstnanosti podle prognózy Evropské komise zůstane relativně stabilní, i když bude v letech 2017 a 2018 poněkud pomalejší než v minulém roce. Míra nezaměstnanosti v eurozóně by se měla dále snížit z 10,0 % v roce 2016 na 9,6 % v roce 2017 a 9,1 % v roce 2018. V EU jako celku má klesnout z 8,5 % v roce 2016, na 8,1 % v roce následujícím a na 7,8 % v roce 2018. Jedná se o nejnižší míru nezaměstnanosti od roku 2009, ačkoli je stále vyšší než v době před krizí.

Inflace v eurozóně se podle Evropské komise v nedávné době začala zvyšovat, protože ceny energií, které se v minulosti snížily, nyní opět stoupají. V letech 2015 a 2016 byla inflace velmi nízká, ale ve dvou následujících letech bude pravděpodobně růst, i když ani tak nedosáhne cílové hodnoty „ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně“, která představuje cenovou stabilitu. Jádrová inflace, z níž jsou vyloučeny kolísavé ceny energií a potravin, by měla růst jen pozvolna. Celkově se očekává, že inflace v eurozóně stoupne z

0,2 % v roce 2016 na 1,7 % v roce 2017 a 1,4 % v roce 2018. V celé EU by měla vzrůst z 0,3 % v roce 2016 na 1,8 % v roce 2017 a 1,7 % v roce 2018. Predikci Mezinárodního měnového fondu týkající se vývoje inflace v EU a eurozóně zobrazuje následující graf.

Graf 11: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně - Mezinárodní měnový fond



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

4.1.6 Dopady makroekonomické situace na Společnost

Podle výše uvedených predikcí lze v dalších letech očekávat růst hrubého domácího produktu jak v České republice, tak v Evropské unii. Vzhledem k závislosti odvětví na hospodářském cyklu lze tedy předpokládat i pozitivní vývoj celého odvětví.