



ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

Fakulta elektrotechnická

Katedra ekonomiky, manažerství a humanitních věd

Stanovení hodnoty distribuční firmy

Bakalářská práce

Studijní program: Elektrotechnika, energetika a management

Studijní obor: Elektrotechnika a management

Vedoucí práce: Doc. Ing. Jiří Vašíček, CSc.

Tomáš Duffek

Praha 2015

České vysoké učení technické v Praze
Fakulta elektrotechnická

Katedra ekonomiky, manažerství a humanitních věd

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Student: **Duffek** Tomáš

Studijní program: Elektrotechnika, energetika a management
Obor: Elektrotechnika a management

Název tématu:

Stanovení hodnoty distribuční firmy

Pokyny pro vypracování:

1. Metody oceňování podniku.
2. Popis činností a hospodaření vybrané firmy PREDistribuce.
3. Rozbor hospodaření a prognóza peněžních toků.
4. Výpočty hodnoty firmy.

Seznam odborné literatury:

1. Kislíngarová a kol: Manažerské finance, Beck, Praha
2. Mařík M.: Určování hodnoty firem, Ekopress, 1998
3. Výroční zprávy hodnocené firmy

Vedoucí bakalářské práce: Doc.Ing. Jiří Vašíček, CSc.

Platnost zadání: do konce letního semestru 2014/2015

L.S.

Doc.Ing. Jaroslav Knápek, CSc.

vedoucí katedry

Prof.Ing. Pavel Ripka, CSc.

děkan

V Praze dne 10.2.2014

„Prohlašuji, že jsem předloženou práci vypracoval samostatně a že jsem uvedl veškeré použité informační zdroje v souladu s Metodickým pokynem o dodržování etických principů při přípravě vysokoškolských závěrečných prací.“

V Praze dne 6.1.2015

Anotace

Tato bakalářská práce se zabývá určením hodnoty distribuční firmy PREdistribuce, a.s. pomocí různých metod ocenění. V práci jsou popsány různé druhy metod oceňování a jsou zde i některé detaily o firmě PREdistribuce, a.s.

Klíčová slova: distribuce, firma, podnik, ocenění, hodnota

Annotation

This bachelor thesis is concerned with determining the value of the distribution company PREdistribuce, a.s. using various methods of valuation. The paper describes the various types of valuation methods and there are also some details about the company PREdistribuce, a.s.

Keywords: distribution, company, bussiness, valuation, value

Obsah

1 Úvod.....	7
2 Oceňování podniku.....	8
2.1 Důvody k oceňování.....	8
2.2 Metody oceňování.....	9
2.2.1 Výnosové metody.....	9
2.2.2 Tržní metody.....	10
2.2.3 Majetkové ocenění.....	11
3 PREDistribuce a.s.....	13
3.1 Vznik PREDistribuce, a.s.....	13
3.2 Činnost a povinnosti PREDistribuce, a.s.....	13
4 Hospodaření a prognózy.....	15
4.1 Prognóza čistě pomocí peněžních toků.....	15
4.2 Hospodaření PREDistribuce, a.s.....	16
5 Výpočty.....	22
5.1 Výpočty čistě pomocí peněžních toků.....	22
5.2 Likvidační hodnota.....	22
5.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	23
5.4 Dividendový diskontní model.....	24
6 Závěr.....	25
7 Literatura a zdroje.....	26
8 Přílohy.....	27

1 Úvod

Hodnota podniku je velice užitečná informace. Bohužel její vyčíslení není vždy jednoduchou a přesnou záležitostí. Záleží na mnoha faktorech, které ovlivní výslednou hodnotu firmy. Jedním z nejdůležitějších je příčina oceňování. Hodnota se může lišit při prodeji, koupi, fúzi nebo likvidaci firmy.

Cílem této práce je porovnat metody oceňování hodnoty firmy použitím hospodářských výsledků společnosti PREdistribuce, a.s.. Budeme uvažovat, že firma bude v budoucích letech jednat stejně, jako jednala doposud.

PREdistribuce, a.s. je částí majetku Pražská energetika, a.s., přesněji divize Distribuce. Kvůli změně zákona nesmí firmy prodávat elektřinu a zároveň ji i distribuovat. Proto Pražská energetika, a.s. vytvořila dceřinou společnost PREdistribuce, a.s., která převzala agendu distribuování elektrické energie a Pražská energetika a.s. zůstala u obchodování s elektřinou.

2 Oceňování podniku

Než vůbec začneme s oceňováním, musíme si zjistit něco o oceňovaném podniku a ujasnit si, co by mělo být výsledkem našeho snažení. Výsledná částka se bude u každého důvodu oceňování lišit a rozdíl se objeví i při výběru a uvažování vstupních dat. Proto oceňování obecně není lehká disciplína a oceňovatel by měl mít nějakou zkušenost. Ve výsledné hodnotě totiž mohou být markantní, až několikařádové, rozdíly.

2.1 *Důvody k oceňování*

Jak jsem již podotknul, k ocenění podniku může vést mnoho příčin. Zde uvádím několik příkladů těchto důvodů:

- Koupě či prodej podniku jako celku nebo části
- Fúze
- Změna právní formy
- Vklad podniku do nové společnosti
- Žádost o úvěr
- Žádost o pojištění
- Rozhodnutí o likvidaci či sanaci
- Vstup na burzu

Při koupi či fúzi zajímá firmy především, jak velkým přínosem pro ně daná investice bude, je tedy třeba toto ocenění vztáhnout přímo ke konkrétní firmě. U rozhodnutí o likvidaci či sanaci se zase nebude ziskovost podniku tak důležitá jako hmotný a nehmotný majetek.

2.2 *Metody oceňování*

Pro rozdílné důvody oceňování existují i rozdílné způsoby ocenění. [1]

1. Výnosové metody
 1. Metoda diskontovaných peněžních toků
 2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 3. Kombinované výnosové metody
 4. Metoda ekonomicky přidané hodnoty
 5. Dividendový diskontní model
2. Tržní metody
 1. Ocenění na základě tržní kapitalizace
 2. Ocenění na základě srovnatelných podniků
 3. Ocenění na základě srovnatelných transakcí
 4. Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
3. Majetkové ocenění
 1. Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
 2. Likvidační hodnota
 3. Substanční hodnota

2.2.1 **Výnosové metody**

Tyto metody vycházejí ze schopnosti podniku generovat výnosy. Proto je vhodná pro investory, kteří by chtěli vložit své peníze do dané firmy.

Metoda diskontovaných peněžních toků je asi nejpoužívanější metodou ze všech. Spočívá v propočítání budoucích volných peněžních toků a jejich diskontování.

Použitím metody kapitalizovaných čistých výnosů se ocení podnik na základě výsledků předchozích období. Předpokládá se, že budoucí výnos bude obdobný výnosům v uplynulé době. Díky své jednoduchosti způsobuje tato metoda mnoho nesrovnalostí, na které její odpůrci upozorňují. Neomezené trvání patří mezi nejmarkantnější z námitek - nelze racionálně předpokládat, že vše bude fungovat beze změny a bez nových problémů dalších dvacet, či dvěstě, let.

Obtížná je také analýza uplynulých let, ze kterých se má odhad spočítat. Je nutné stanovit si určitý rámec, kolik období zpět má smysl zpracovávat, v knížce Oceňování podniku[1] je doporučováno zhruba 3-5 let, popřípadě od roku 1993 (nový stát), ale zde velice záleží na daném podniku. Je také třeba oprostit výnosy od případných neobvyklých a výjimečných výnosů, připočítat náklady na zanedbanou údržbu apod.

Jedním z nejnovějších modelů je metoda přidané ekonomické hodnoty. Nepracuje s peněžním tokem, ale se svým vlastním ukazatelem EVA – economic value added. Tento ukazatel můžeme spočítat pomocí vzorce

$$EVA = NOPAT - WACC \times C,$$

kde NOPAT značí provozní hospodářský výsledek po zdanění (net operating profit after tax), WACC vážené kapitálové náklady (weighted average cost of capital) a C investovaný kapitál.

Kombinovanou výnosovou metodou označujeme váhově zprůměrované výsledky jiných dvou metod, výnosové a substanční.

„Dividendové diskontní modely představují zvláštní případy modelů diskontovaných peněžních toků, zvláště pak modelu pracujícího s Free Cashflow to Equity, tj. Volným peněžním tokem pro vlastníky. Jsou využitelné a praktické všude tam, kde jednak existuje určitá historie z hlediska výplaty dividend, ustálený výplatní poměr a rovněž struktura financování.“ [1]

Dividendové diskontní modely nejsou v České republice příliš oblíbené, neboť kvůli dvojímu zdanění k výplatě dividend příliš často nedochází, v případě PREDistribuce, a.s. však převádí veškerý zisk, pomocí dividend, na svou mateřskou společnost.

2.2.2 Tržní metody

Jak název napovídá, všechny tyto metody budou mít společný základ, kterým je trh. Základem těchto metod je aktuální nabídka a poptávka. Cena podniku se totiž určí z prodeje podobného podniku v co nejbližší době. Bohužel existují i nevýhody těchto metod. Téměř nikdy se nenajdou

dva naprosto stejné podniky, pro ocenění je také potřeba trhu s rozvinutým prodejem. Navíc prodej podniku nemusí být zveřejněn.

Definice tržní hodnoty:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by se aktivum směňovalo k datu oceňování mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, přičemž každá strana by jednala se znalostí věci, rozumně a bez nátlaku.“ [2]

Tržní hodnota není shodná s tržní cenou, ta se určí až při faktické směně. Tržní hodnota je částka, kterou se tržní ceně snažíme co nejvíce přiblížit. Jak tržní hodnota, tak tržní cena se neustále mění v závislosti na mnoha okolnostech, přičemž samotné datum potenciální transakce je jednou z nich. Dalšími mohou být různé motivace kupujícího a prodávajícího k provedení směny. Rozdíl bude například mezi likvidací konkurence či investicí pro rozšíření portfolia.

Do ocenění na základě srovnatelných podniků patří zejména srovnávání s podniky, u nichž hodnotu známe. Můžeme srovnávat s podniky, které jsou v daném období oceněny, ale nejvíce se zde uvažují veřejně obchodovatelné firmy.

Podle informací o podniku při uvedení na burzu se neocení podnik jako celek, ale jen jeho části, akcie; ty však souvisí s předpokládanou celkovou hodnotou. Nejdříve se zvolí vhodný multiplikátor. Nejčastěji to bývá cena akcie na zisk z akcie. Tento multiplikátor se zjistí, alespoň u pěti podobných podniků, z nichž se zvolí nejvhodnější hodnota nebo se z nich může vybrat průměr. Konečným úkonem je vynásobení multiplikátoru se ziskem na akcii podniku. Pro určení přesnější hodnoty se použijí i jiné multiplikátory. Místo zisku se použije vlastní kapitál, peněžní tok či dividendy.

Ocenění podniku na základě srovnatelných transakcí funguje podobně jako předešlé, až na to že se nepočítá s přepočtem na akcii, ale přímo s danými hodnotami.

2.2.3 Majetkové ocenění

Majetkové ocenění se zjišťuje součtem cen majetků jednotlivých částí podniku. I tato metoda je velmi závislá na důvodu oceňování, neboť ceny při nákupu zástupného majetku a likvidačním prodeji jsou odlišné.

Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen vychází, jak již z názvu vyplývá, z ceny majetku v době jeho pořízení. Má smysl především pro potřeby účetnictví, nikoli pro objektivní hodnocení – je užitečná spíše pro podnik samotný.

Likvidační hodnota majetku udává, za kolik peněz by bylo možné majetek rozprodat. Likvidační hodnota podniku se dopočítá odečtením závazků. Zjišťuje se zejména pro určení dolní hranice hodnoty podniku, nebo pro rozhodnutí, zdali v aktivitě podniku pokračovat či raději ukončit činnost. Tento typ ocenění se v tomto případě neuplatní z několika důvodů. Jedním z nich je obří poptávka po možnosti mít výhradní právo, dodávat elektřinu na území Prahy a blízkého okolí. Dalším důvodem je již fungující distribuční síť. Kdyby tato společnost měla ukončit svou činnost, našlo by se mnoho firem, prahnoucích po jejím odkoupení. K této hranici se PREDistribuce a.s. Nemá šanci dostat.

Substanční hodnota v zásadě zjišťuje, jaké jsou náklady na znovupořízení veškerého užitečného majetku. Lze ji počítat několika způsoby. Nejsnazším způsobem je průzkum trhu či nahlédnutí do běžných ceníků, tímto způsobem však nezohledníme případné opotřebení daného majetku. Substanční hodnotu můžeme také vyčíst z účetnictví v podobě zůstatkových hodnot jednotlivých položek, které však často příliš nekopírují reálný stav věci. V tomto případě se již používaný majetek převáděl do nově vytvořené společnosti PREDistribuce, a.s., což značí přesné ohodnocení převáděného majetku. To značí, že by tato hodnota mohla odpovídat reálné hodnotě, pokud ovšem nedošlo k účelovému přecenění majetku. Avšak nejlepším způsobem pro zjištění substanční hodnoty se jeví metoda funkčního zjišťování cen, která zohledňuje technologické změny od pořízení majetku a také případné úspory z množství.

3 PREdistribuce a.s.

Hlavní náplní činnosti PREdistribuce, a.s. je distribuce elektřiny na území města Prahy a Roztok u Prahy, plánování obnovy a rozvoje distribuční soustavy, výstavba, provoz, správa a údržba zařízení distribuční soustavy.

3.1 Vznik PREdistribuce, a.s

PREdistribuce, a.s., vznikla v září v roce 2005 jako dceřinná společnost Pražské energetiky, a.s. S účinností od začátku roku 2006 vstoupila do všech práv a povinností Pražská energetika, a.s., v oblasti zabezpečení a provozu distribuční soustavy na licencovaném území hlavního města Prahy, Roztok u Prahy a obce Žalov. Toto jednání bylo důsledkem



Ilustrace 1: Logo Pražské energetiky, a.s., mateřské společnosti PREdistribuce, a.s.

transformování směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/54/ES o společných pravidlech pro vnitřní trh s elektrickou energií do českého právního řádu. Uvedenými předpisy byla uložena povinnost oddělit licencované činnosti distribuce elektřiny a obchod s elektřinou tak, aby držitelem licence na distribuci elektřiny byla samostatná společnost.

3.2 Činnost a povinnosti PREdistribuce, a.s.

Hlavní povinností je zajistit spolehlivý, bezpečný a hospodárný přenos elektřiny z předacích míst s přenosovou soustavou do odběrných míst koncových odběratelů v požadovaném množství, kvalitě a čase. Společnost proto musí zajistit



Ilustrace 2: Logo PREdistribuce, a.s.

provádění plánovaných oprav, preventivních údržeb a měření celé soustavy (venkovní a kabelová vedení, rozvodny, transformační stanice), aby k přerušení dodávky elektrické energie docházelo co

nejméně a nebyli tak omezeni či ohroženi její odběratelé. S tím souvisí obnova rozvodných zařízení, která musí splňovat požadavky na bezpečnost a plánování rozvoje sítě. Provozovatel sítě má však právo omezit či přerušit dodávku ve stavu nouze, ohrožení života nebo při poruše. K zajišťovaným procesům patří i výstavba investičních energetických staveb a přípojek. Další povinností distribuční soustavy je připojovat k síti nové zákazníky. Provozovatel distribuční soustavy je povinen připojit k síti každého, kdo splňuje podmínky pro připojení. Dalším úkolem je řízení provozu a zajištění systémových a podpůrných služeb. Systémové služby zahrnují obnovu provozu soustavy po přerušení dodávky elektřiny z celé přenosové soustavy, zajištění kvality napěťové a proudové sinusovky a regulace napětí a jalového výkonu v distribuční soustavě. Podpůrné služby jsou důležité k zajištění systémových služeb. K podpůrným službám patří schopnost startu ze tmy, schopnost ostrovního provozu, výpomoc ze sousední soustavy a jiné. Provozovatel sítě spolupracuje s ostatními distribučními sítěmi a přenosovou soustavou. Má povinnost přerušit odběr elektřiny při neoprávněném odběru a zveřejňovat informace. Právem provozovatele je provozovat telekomunikační síť k řízení provozu sítě a podávání informací. PREDistribuce, a.s., se také věnuje řízení a správě síťových aktiv. [3]

4 Hospodaření a prognózy

Předpovídání budoucích peněžních toků se může určit více způsoby, a to podle hloubky předpovídaných hodnot.

4.1 Prognóza čistě pomocí peněžních toků

Peněžní toky můžeme rozdělit na provozní, investiční a finanční.

- Provozní peněžní tok v sobě zahrnuje veškeré finanční transakce pramenící z hlavní činnosti podniku
- Investiční peněžní tok obsahuje koupi či prodej movitého i nemovitého majetku. Započítávají se zde i poskytnuté půjčky a jejich splátky.
- Finanční peněžní tok zahrnuje změny ve vlastním kapitálu, dividendy, dlouhodobé závazky a další.

Peněžní tok k diskontování se určuje součtem provozního peněžního toku s nutnými investičními částkami. Jelikož má firma PREDistribuce a.s. povinnost nejen udržovat a obnovovat stávající rozvodné zařízení, ale i připojování nových zákazníků, nelze z investičního peněžního toku téměř nic odečíst.

V následující části se pokusíme spočítat hodnotu firmy, jen když známe jen tyto tři peněžní toky.

K tomu nám pomůže metoda nejmenších čtverců. Využijí tuto metodu z důvodu kolísání hodnot.

tisíce Kč	reálné			
	2010	2011	2012	2013
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	2 085 488	2 685 061	2 134 059	2 506 471
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-1 497 313	-1 336 303	-1 623 184	-1 577 688
Součet peněžních toků	588 175	1 348 758	510 875	928 783
tisíce Kč	odhadnuté			
	2014	2015	2016	2017
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	2 530 757	2 601 951	2 673 146	2 744 341
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-1 640 624	-1 693 424	-1 746 225	-1 799 025
Součet peněžních toků	890 133	908 527	926 921	945 315

4.2 Vážený průměr nákladů na kapitál WACC

Míra výnosnosti je stanovena hodnotou WACC, jenž spočítáme pomocí následujících vzorců:

[12][13]

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

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

$$r_e = r_f + \beta_L \times \text{ERP}$$

$$r_d = r_f + D_p$$

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

$WACC_{\text{NHBT}}$ nominální hodnota WACC před zdaněním,

$WACC_{\text{NHAT}}$ nominální hodnota WACC po zdanění,

T efektivní daňová sazba,

D cizí kapitál,

E vlastní kapitál,

r_e náklady vlastního kapitálu,

r_d náklady cizího kapitálu,

r_f bezriziková míra výnosu,

ERP tržní riziková přírážka,

β_L koeficient beta vážený,

β_{unL} koeficient beta nevážený,

D_p dluhová prémie.

Určení r_f bezrizikové míry výnosu lze spočítat buď pomocí historických záznamů nebo z výnosnosti státních dluhopisů. Historické záznamy nesahají tak daleko, jak by bylo potřeba a hodnotu tedy určíme pomocí dluhopisů. Energetický regulační úřad určil hodnotu 4,6%.

Určení β_{unL} neváženého koeficientu beta lze určit mnoha způsoby. Byly analyzovány 2: Určení pomocí akciových trhů a pomocí regulační praxe. Na akciovém trhu je mnoho firem a bylo by těžké určit správnou hodnotu. Místo toho se určila pomocí minulého regulačního období. To je výhodné v tom, že zamezí velkým rozdílům mezi hodnotami. Pro distribuci elektřiny byla určena hodnota 0,35%.

Určení ERP tržní rizikové přírážky se dělá, jak již název napovídá, pomocí trhu. Určuje rizikový rozdíl mezi bezrizikovou mírou a výnosem tržního portfolia. To může být odvozeno z předpovězení očekávání investorů, či z analýzy historických dat. Základní hodnota ERP byla stanovena na 5% a riziková přírážka pro Českou republiku na 1,4%. To nám dává 6,4%.

Určení D_p dluhové prémie se nejčastěji dělá s CDS (credit default swap). Bohužel s regulovanými firmami se na burze neobchoduje a proto se přihlíží k syntetickému ratingu (úrokové krytí z předchozích let). Energetický regulační úřad zvolil časové řady ARAD České národní banky a spočítal hodnotu 4,91% pro distribuci elektřiny.

Daňová sazba T stále zůstává na 19%.

6,71%	WACCNHAT nominální hodnota WACC po zdanění
5,44%	WACCNHBT nominální hodnota WACC před zdaněním
19,00%	T efektivní daňová sazba
6943,181	D cizí kapitál milióny Kč
19409,289	E vlastní kapitál milióny Kč
4,63%	re náklady vlastního kapitálu
9,51%	rd náklady cizího kapitálu
4,60%	r_f bezriziková míra výnosu
6,40%	ERP tržní riziková přírážka
0,45%	β_L koeficient beta vážený
0,35%	β_{unL} koeficient beta nevážený
4,91%	D_p dluhová prémie

Nominální hodnota WACC byla určena na 7,923%. Dál budeme počítat s nominální i spočtenou, abychom určili, jakou váhu může mít diskontní sazba.

4.3 Hospodaření PREDistribuce, a.s.

Z informací uveřejněných ve výročních zprávách se lze dozvědět, že společnost PREDistribuce, a.s. byla v uplynulých letech stále zisková, z rozvahy je zřejmé, že se stále rozrůstá. Díky novým podmínkám bude vynucena změna struktury a provozu. Aplikují se i nové technologie a zvýší se uplatnění decentralizovaných zdrojů. Část z nich bude obnovitelných. Stále ale bude potřeba dbát na bezpečnost a spolehlivost. Díky letošnímu roku se bude dbát i na dodávku v krizových režimech. Zvýší se i zastoupení elektromobility a pod názvem E-mobilita společně s AMM se budou zavádět do inteligentních sítí Smart Grid

4.4 Rozvaha za poslední 2 roky

Pro zhodnocení změny a pro přibližný odhad správného ocenění.

Aktiva	2012	Brutto	Korekce	Netto
AKTIVA CELKEM	27 437 333	50 064 447	-21 894 565	28 169 882
Dlouhodobý majetek	25 281 023	47 525 347	-21 871 790	25 653 557
Dlouhodobý nehmotný majetek	33 963	26 997	-16 377	10 620
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	13 380	24 821	-16 295	8 526
Software	0	82	-82	
Nedokončený dlouhod.nehmotný majetek	20 583	2 094		2 094
Poskytnuté zálohy na DLNM	0			
Dlouhodobý hmotný majetek	25 246 960	47 498 250	-21 855 413	25 642 837
Pozemky	564 062	566 901		566 901
Kabelové a venkovní vedení	11 928 020	19 975 987	-7 905 810	12 070 177
Energetické stavby	6 729 566	13 647 033	-6 915 592	6 731 441
Technologie transformoven a rozvoden	4 425 002	8 672 285	-4 289 239	4 383 046
Dispečerská a řídicí technika	400 640	1 704 285	-1 250 777	453 508
Ostatní zařízení a vybavení	106 247	280 813	-173 708	107 105
Jiný DLHM - elektroměry v síti	665 596	1 946 243	-1 320 287	625 956
Ostatní nedokončený DLHM	383 208	658 748		658 748
Poskytnuté zálohy na DLHM	44 619	45 955		45 955
Dlouhodobý finanční majetek	100	100		100
Oběžná aktiva	2 153 421	2 529 525	-22 775	2 506 750
Zásoby	0			
Dlouhodobé pohledávky	32	32		32
Pohledávky z obchodních vztahů	18	18		18
Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0			
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	14	14		14
Jiné pohledávky	0			
Krátkodobé pohledávky	2 151 648	2 529 146	-22 775	2 506 371
Pohledávky z obchodních vztahů	91 975	138 193	-22 775	115 418
Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	21 686	46 880		46 880
Stát - daňové pohledávky	12 790			
Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 599	1 494		1 494
Dohadné účty aktivní	2 022 511	2 341 721		2 341 721
Jiné pohledávky	1 087	858		858
Krátkodobý finanční majetek	1 741			
Peníze	1 741	347		347
Účty v bankách	0			
Časové rozlišení	2 889	9 575		9 575
Náklady příštích období	2 889	9 575		9 575
Příjmy příštích období z CP	0			

Tabulka 1: Rozvaha aktiva

PASIVA	2012	2013
PASIVA CELKEM	27 437 333	28 169 882
Vlastní kapitál	19 118 603	19 409 289
Základní kapitál	17 707 934	17 707 934
Základní kapitál	17 707 934	
Kapitálové fondy	0	
Ostatní kapitálové fondy	0	
Fondy ze zisku	418 000	
Zákonný rezervní fond	418 000	468 000
Výsledek hospodaření minulých let	75	
Nerozdělený zisk minulých let	75	469
Neuhrazená ztráta minulých let	0	
Výsledek hospodaření běžného účet. období	992 594	1 232 886
Cizí zdroje	6 493 088	6 943 181
Rezervy	216 528	
Ostatní rezervy	216 528	215 173
Dlouhodobé závazky	5 146 927	5 156 250
Závazky z obchodních vztahů	2 200 000	2 200 000
Jiné závazky	0	7 577
Odložený daňový závazek	2 946 927	2 948 673
Krátkodobé závazky	1 129 633	1 571 758
Závazky z obchodních vztahů	258 788	541 228
Závazky - ovládající a řídicí osoba	765 229	784 172
Závazky k zaměstnancům	15 924	15 810
Závazky ze soc.zabezp. a zdrav.pojištění	9 778	9 346
Stát - daňové závazky a dotace	7 374	120 565
Krátkodobé přijaté zálohy	71 620	99 717
Dohadné účty pasivní	920	920
Jiné závazky	0	
Bankovní úvěry a výpomoci	0	
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	
Krátkodobé bankovní úvěry	0	
Časové rozlišení	1 825 642	1 817 412
Výdaje příštích období	25 251	17 336
Výnosy příštích období	1 800 391	1 800 076

Tabulka 2: Rozvaha pasiva

5 Výpočty

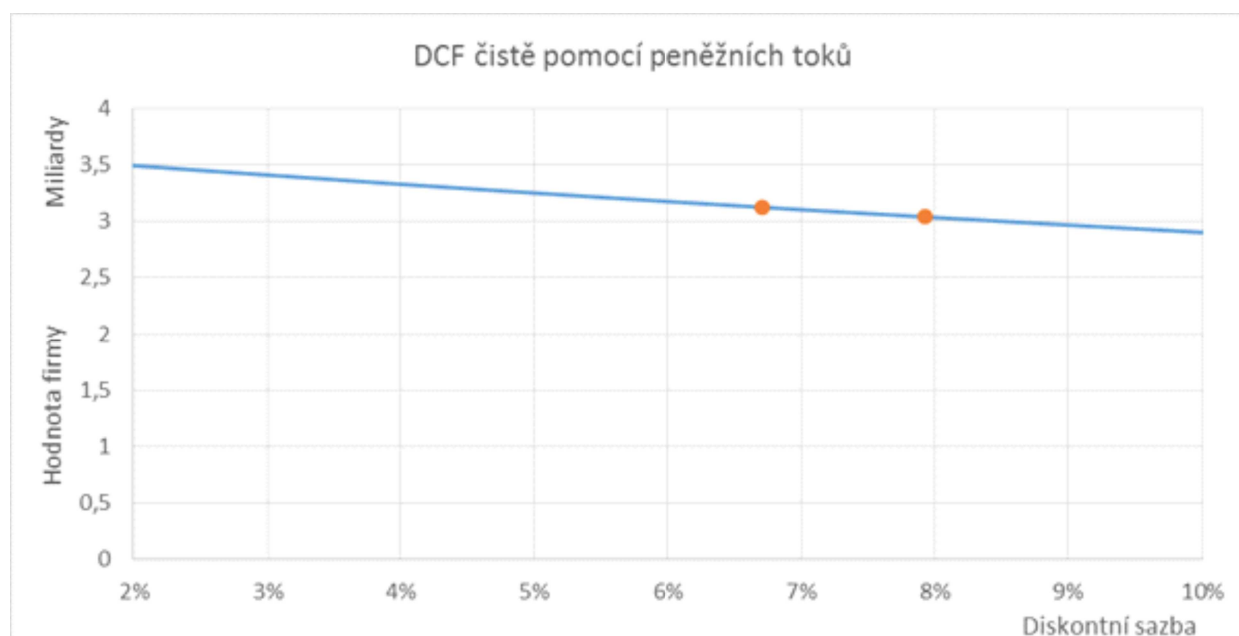
5.1 Výpočty čistě pomocí peněžních toků

tisíce Kč	odhadnuté			
	2014	2015	2016	2017
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	2 530 757	2 601 951	2 673 146	2 744 341
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-1 640 624	-1 693 424	-1 746 225	-1 799 025
Součet peněžních toků	890 133	908 527	926 921	945 315
diskontováno nominální	824 785	780 027	737 396	696 820
diskontováno spočtenou	834 124	797 792	762 730	728 921
Diskontní sazba	7,92%		6,71%	
Hodnota firmy	3 039 029		3 123 568	

Tabulka 3: Výpočet čistě pomocí peněžních toků

Součet peněžních toků = peněžní tok provozní + peněžní tok investiční

$$\text{Diskontovaný peněžní tok} = \frac{\text{součet peněžních toků}}{(1 + \text{diskont})^{(\text{rok počítaného peněžního toku} - 2013)}}$$



Ilustrace 3: DCF čistě pomocí peněžních toků

5.2 Upravené DCF

Budeme-li uvažovat, že provozní peněžní tok bude nadále růst stejným tempem jako na rok 2013, dosáhneme vysokých hodnot. Odečítat budeme jen odpisy, které necháme růst mnohem menším tempem. Odpisy můžeme brát jako nejnižší investici z důvodu renovace dlouhodobého majetku.

tisíce Kč	odhadnuté			
	2014	2015	2016	2017
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	2 943 872	3 457 604	4 060 986	4 769 663
Odpisy	-1 476 059	-1 557 389	-1 643 200	-1 733 738
Součet peněžních toků	1 467 813	1 900 215	2 417 786	3 035 925
diskontováno nominální	1 360 056	1 631 453	1 923 428	2 237 871
diskontováno spočtenou	1 375 456	1 668 609	1 989 508	2 340 965
diskontní sazba	7,92%		6,71%	
Hodnota firmy	7 152 807		7 374 538	

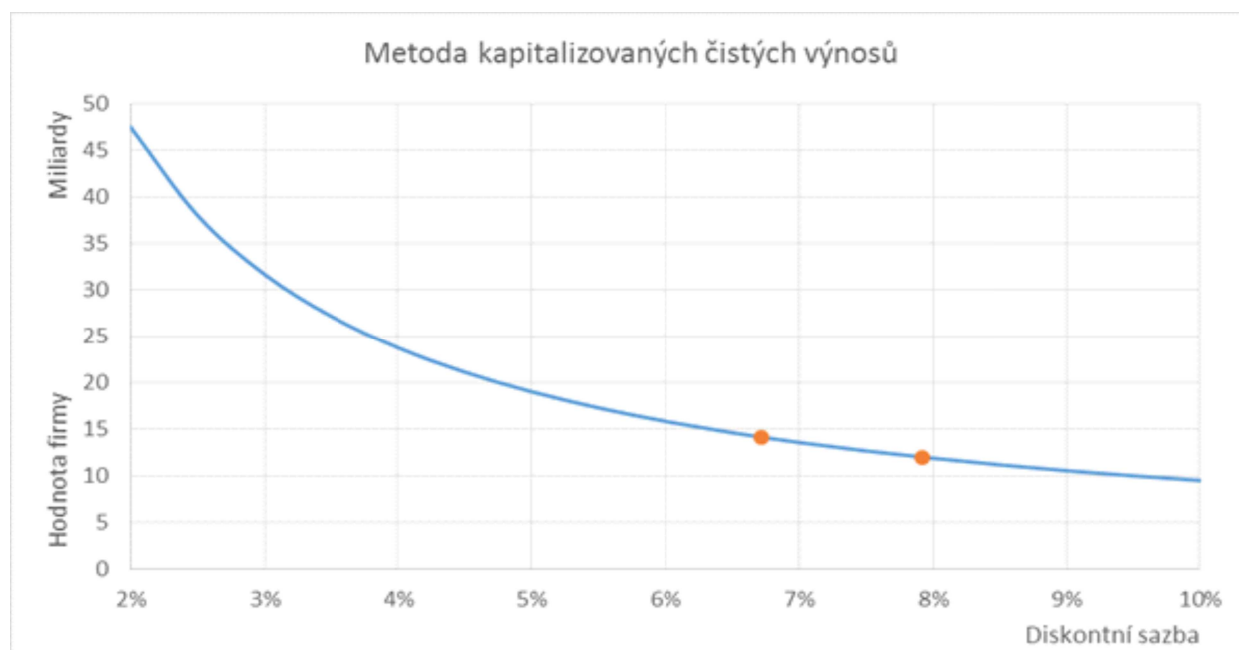
Tabulka 4: Upravené DCF

5.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Abychom vypočítali tuto hodnotu, je potřeba zjistit trvalý zisk a to tak, aby nebyl narušen běh podniku. Vyjdeme tedy z provozního a finančního výsledku hospodaření. Ty nám poskytnou základ od kterého odečteme Tržby z prodeje majetku, Ostatní finanční výnosy a přičteme Odpisy majetku a zůstatkovou cenu prodaného majetku (s těmito znaménky vše odečteme).

tisíce Kč	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní výsledek hospodaření	940 560	1 203 217	1 497 492	1 289 624	1 570 333
Finanční výsledek hospodaření	-93 083	-70 436	-53 296	-59 938	-44 738
Odpisy dlouhod.nehmot.a hmotného majetku	-1 205 837	-1 241 672	-1 265 792	-1 325 920	-1 398 977
Ostatní finanční výnosy	15	4	28	7	32
Tržby z prodeje majetku	6 913	15 896	66 736	6 780	2 517
Zůstatková cena prodaného majetku	-44 731	-20 404	-28 754	-18 010	-3 420
Trvalý zisk	2 091 117	2 378 957	2 671 978	2 566 829	2 925 443
Váha	0	1	2	3	0
Zvážený upravený zisk	0	2 378 957	5 343 956	7 700 487	0
Trvalý zisk před odpisy a daní				2 570 567	
Trvalý zisk před daní				1 171 590	
Daň				19%	
Trvalý zisk				948 988	
Diskontní míra				7,923%	6,715%
Hodnota firmy				11 977 630	14 133 099

Tabulka 5: Metoda kapitalizovaných čistých zisků



Ilustrace 4: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Vyjde nám Trvalý zisk pět let nazpátek. Ke každému přiřadíme váhu, nejvyšší a nejnižší hodnotu nebudeme uvažovat a zbytku dáme vyšší váhu podle toho, která je blíže k současnosti. Nakonec zbývá jen všechny sečíst, vydělit součtem vah, odečíst (přičíst) odpisy, zaplatit daň a zdiskontovat.

5.4 Dividendový diskontní model

U této metody je více možností jejího spočtení, ale ne všechny se hodí právě pro tento podnik. Může se využít konstantního modelu, jednostupňového či dvoustupňového. My zde využijeme jednostupňový Gordonův model. Jeho vzorec je následující:

$$DDM = \frac{Div_0(1+g)}{d-g}$$

kde Div_0 jsou vyplacené dividendy v aktuálním roce

d je diskontní sazba

g je růst dividend

Podmínkou tohoto modelu je že diskontní sazba musí být vyšší než růst.

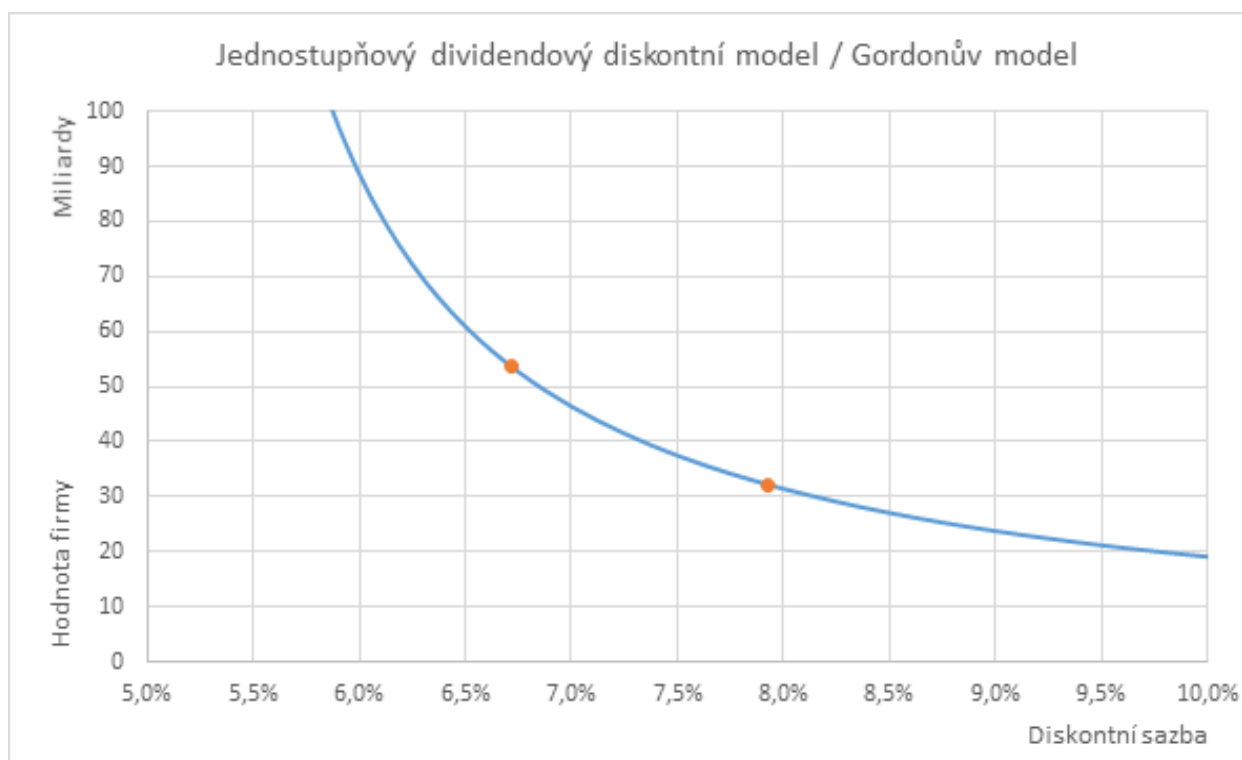
U toho modelu uvažujeme stabilní růst dividend. V tomto případě zde byly rozdíly poměrně vysoké.

Letošní rok poklesky dividendy o 12%, kdežto minulý rok stouply o 25% a průměr by se rovnal -5%, což by nám nevyhovovalo. Další možností je využití koeficientu Beta. Ten je ovšem nižší než 1 a pro nás také nevýhodný. Pro výpočet využijeme předpokládaný růst HDP který bude v budoucích letech přibližně 2,8% ročně. Tuto hodnotu navýšíme o inflaci. Česká národní banka určila inflační cíl na hodnotu 2,1% které by chtěla dosáhnout v prvním čtvrtletí roku 2016. Tempo růstu by se tedy mohlo rovnat 4,9%.

Dosažením do vzorce dostaneme následující:

		2013	
dividendy	tisíce Kč	929 000	
procento růstu		4,90%	
diskontní sazba		7,923%	6,715%
výsledný dělitel		3,02%	1,81%
hodnota firmy		32 236 883,89	53 703 075,85

Tabulka 6: Dividendový diskontní model / Gordonův model



Ilustrace 5: Dividendový diskontní model / Gordonův model

6 Závěr

Předmětem této práce bylo srovnat metody výpočtů hodnoty při použití hospodářských výsledků distribuční firmy PREDistribuce a.s.. Při použití upravené metody diskontovaného peněžního toku byla distribuční firma oceněna na 3 039 mil. Kč, což je nejmenší hodnota ze všech počítaných. Při spočtené diskontní sazbě stoupla hodnota o necelých 100 miliónů Kč na hodnotu 3 123 mil. Kč. U upravených hodnot DCF stouply hodnoty více než dvojnásobně. Bohužel hodnoty nestouply dostatečně. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů vyšla 11 977 mil. Kč, a se spočtenou diskontní hodnotou 14 133 mil. Kč což podle majetku firmy je stále málo. Poslední zde počítaná metoda byla Dividendový diskontní model který dosáhl 32 136 mil. Kč a se spočtenou diskontní sazbou 53 703 mil. Kč. Vzhledem k úspěšnosti firmy je jediná akceptovatelná metoda Dividendový diskontní model. Mnoho pochopitelně závisí na případných změnách v legislativě, neboť energetika je v rámci České republiky silně regulována.

7 Literatura a zdroje

- [1] KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [2] doc. ing. MILOŠ, Mařík, CSc.. Oceňování podniků. Praha: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva a kol.. Manažerské finance – 3. přepracované a doplněné vydání. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [4] Mařík, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2003. ISBN 80-86119-57-2 (váz.).
- [5] MAŘÍK, Miloš. Určování hodnoty firem. Praha: EKOPRESS, 1998. ISBN 80-86119-09-2.
- [6] Výroční zprávy PREDistribuce, a.s., Praha, PREDistribuce, a.s.
- [7] MARKOVÁ Linda. Slovníček účetních pojmů. Testy z účetnictví:
- [8] ParCon & Partner, v. o. s.. [online]. © 2006-2014 [cit. 2014-02-13]. Dostupné z: <http://www.testyzucetnictvi.cz/slovnicek-ucetnich-pojmu.php>
- [9] KRPATA, Tomáš. Ukázka znaleckého posudku | vzor znaleckého posudku z oboru ekonomie |. Ekonomické analýzy znalecké posudky. [online]. Prosinec.2005 [cit. 2014-05-23]. Dostupné z: http://www.ekonomicke-analyzy.cz/text_posudek.html
- [10] PREDNÁ, Marika : Analýza různých koncepsí oceňování podniku (diplomová práce) Masarykova univerzita v Brně, 2006
- [11] SÝKORA, Tomáš : Stanovení tržní hodnoty VPS, a.s. Rosice (diplomová práce) Univerzita Prardubice, 2010
- [12] Energetický regulační úřad. Energetický regulační úřad. [online]. © 2014 [cit. 2014-12-06]. Dostupné z: <http://www.eru.cz/>
- [13] Horník, Tomáš. Ekonimika a management. Vysoká škola ekonomická. [online]. © 2000 – 2015 [cit. 2014-12-06]. Dostupné z: <http://www.vse.cz/eam/101>

[14] Česká národní banka. Česká národní banka – Česká národní banka. [online]. © 2003-2015 [cit. 2014-12-16]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

8 Přílohy

Seznam tabulek

Tabulka 1: Rozvaha aktiva.....	19
Tabulka 2: Rozvaha pasiva.....	20
Tabulka 3: Výpočet čistě pomocí peněžních toků.....	21
Tabulka 4: Upravené DCF.....	22
Tabulka 5: Metoda kapitalizovaných čistých zisků.....	22
Tabulka 6: Dividendový diskontní model / Gordonův model.....	24

Seznam obrázků

Ilustrace 1: Logo Pražské energetiky, a.s., mateřské společnosti PREdistribuce, a.s.....	13
Ilustrace 2: Logo PREdistribuce, a.s.....	13
Ilustrace 3: DCF čistě pomocí peněžních toků.....	21
Ilustrace 4: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	23
Ilustrace 5: Dividendový diskontní model / Gordonův model.....	24