

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty společnosti Letiště Praha, a.s.

Valuation of the Company Letiště Praha, a.s.

STUDIJNÍ PROGRAM

Řízení rozvojových projektů

STUDIJNÍ OBOR

Projektové řízení inovací v podniku

VEDOUCÍ PRÁCE

Ing. Dagmar Čámská, Ph.D.

POLEDNOVÁ

NATÁLIE

2018

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Poludnová	Jméno:	Natalie	Osobní číslo:	424211
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávací katedra/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií/oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Řízení rozvojových projektů				
Studijní obor:	Projektové řízení inovací v podniku				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:
Stanovení hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s.

Název diplomové práce anglicky:
Valuation of the Company Letiště Praha, a. s.

Pokyny pro vypracování:

CÍL: Stanovení hodnoty oceňované společnosti Letiště Praha, a. s.
PŘÍNOS: Přínosem práce bude zjištění hodnoty a posouzení situace společnosti pro potenciální nové investory.
OSNOVA: Úvod. Teoretická část - hodnota podniku, metody oceňování, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán. Praktická část - představení společnosti, strategická a finanční analýza, finanční plán, stanovení hodnoty společnosti výnosovou metodou.
Závěr. Výrok o hodnotě a interpretace výsledků.

Seznam doporučené literatury:


KISLINGEROVÁ, E., 1999. Oceňování podniku. Praha: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9227-6.
MAŘÍK, M., 2011. Metody oceňování podniku: proces ocenění. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.
KRABEC, T., 2009. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ a K. ŠTEKER, 2013. Finanční analýza. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 978-802-4744-568.


Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:
Ing. Dagmar Čámská, Ph.D., Masarykův ústav vyšších studií/oddělení ekonomických studií

Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

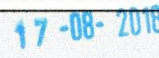
Datum zadání diplomové práce: 6. 12. 2017 Termín odevzdání diplomové práce: 4. 5. 2018
Platnost zadání diplomové práce: 30. 9. 2019


Podpis vedoucí(ho) práce

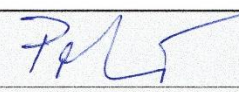

Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry


Podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ



Datum převzetí zadání


Podpis studenta(ky)

POLEDNOVÁ, Natálie. *Stanovení hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s.* Praha: ČVUT 2018. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracovala samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citovala a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

Nemám závažný důvod proti zpřístupnění této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 24. 08. 2018

Podpis:

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucí mé práce paní Ing. Dagmar Čámské, Ph.D., za ochotu, cenné rady, připomínky a odbornou pomoc při psaní této práce.

Abstrakt

Cílem této práce bylo stanovení hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s., výnosovou metodou, jejíž výsledky mohou sloužit jako podklad pro případné investory. Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. V teoretické části jsou popsány základní informace o tématu a metodologie, která je využita v části praktické. Nejprve je představena společnost Letiště Praha, a. s., a poté provedena strategická analýza (PEST, Porterův model pěti sil) a finanční analýza s vyhodnocením absolutních i poměrových ukazatelů a indexů hodnocení podniku. Na základě těchto analýz a generátorů hodnoty byl sestaven finanční plán. Z těchto poznatků byla stanovena hodnota společnosti metodou DCF entity k 1. 1. 2019, která byla následně porovnána s hodnotou účetní a hodnotou stanovenou pomocí odvětvových multiplikátorů.

Klíčová slova

Hodnota, oceňování podniku, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, metoda DCF entity, Letiště Praha

Abstract

The aim of this diploma thesis was valuation of the company Letiště Praha, a. s. using income method. Results of this thesis could be used as an information for potential investors. This work is divided into a theoretical and a practical part. The theoretical part contains basic information about the subject and methodology, which is then used in the practical part. At first, there is an introduction of the company Letiště Praha, a. s. and after that there is strategic analysis (PEST, Porter's five forces) and financial analysis with the evaluation of absolute and ratio indicators and bankruptcy models. Based on these analyses and value generators, a financial plan was drawn up. From these findings, the company value was determined by the DCF entity method as of 1 January 2019, which was subsequently compared with the accounting value of assets and valuation using multiples by industry sector.

Key words

Value, company valuation, financial analysis, strategic analysis, financial plan, DCF entity method, Prague Airport

Obsah

1 Teoretické přístupy k oceňování podniku.....	7
1.1 Definice podniku	7
1.2 Hodnota podniku	8
1.3 Důvody pro oceňování podniku.....	9
1.4 Předpisy pro oceňování podniku.....	9
1.4.1 České předpisy	9
1.4.2 Evropské standardy.....	10
1.4.3 Mezinárodní oceňovací standardy.....	10
1.5 Kategorie hodnoty.....	11
1.5.1 Tržní hodnota	11
1.5.2 Subjektivní (investiční) hodnota.....	11
1.5.3 Objektivizovaná hodnota	12
1.5.4 Kolínská škola	12
1.6 Postup při oceňování	13
2 Strategická analýza	14
2.1 Analýza makroprostředí.....	14
2.1.1 PEST analýza	15
2.2 Analýza mikroprostředí	17
2.2.1 Porterův model pěti sil.....	17
3 Finanční analýza	19
3.1 Absolutní ukazatele	19
3.1.1 Horizontální analýza.....	19
3.1.2 Vertikální analýza	19
3.1.3 Bilanční pravidla	20
3.2 Poměrové ukazatele.....	20
3.2.1 Ukazatele rentability	21
3.2.2 Ukazatele likvidity	21
3.2.3 Ukazatele aktivity	22
3.2.4 Ukazatele zadluženosti.....	23
3.3 Analýza čistého pracovního kapitálu	24

3.4 Indexy hodnocení podniku	25
3.4.1 Altmanovo Z-skóre	25
3.4.2 Index IN05	26
4 Generátory hodnoty a finanční plán.....	27
4.1 Tržby.....	27
4.2 Provozní zisková marže.....	27
4.3 Pracovní kapitál	28
4.4 Finanční plán	28
5 Metody ocenění	30
5.1 Majetkové metody.....	31
5.1.1 Účetní metoda.....	31
5.1.2 Substanční metoda	31
5.1.3 Likvidační metoda	31
5.2 Výnosové metody.....	32
5.2.1 Diskontní míra.....	32
5.2.2 Tempo růstu g	34
5.2.3 Metoda diskontu cash flow (DCF).....	34
5.2.4 Model s využitím EVA	38
5.3 Tržní metody.....	39
5.3.1 Metoda přímého ocenění z dat kapitálového trhu.....	39
5.3.2 Metoda tržního porovnání.....	39
5.3.3 Metoda odvětvových multiplikátorů.....	39
6 Letiště Praha, a. s.	41
6.1 Základní údaje	42
7 Strategická analýza	43
7.1 Analýza makroprostředí.....	43
7.1.1 Politické a legislativní faktory	43
7.1.2 Ekonomické faktory	44
7.1.3 Sociální a demografické faktory	47
7.1.4 Technologické faktory	47
7.2 Analýza mikroprostředí.....	48
7.2.1 Analýza trhu.....	48

7.2.2 Porterův model pěti sil	50
8 Finanční analýza	54
8.1 Absolutní ukazatele	54
8.1.1 Horizontální analýza	54
8.1.2 Vertikální analýza	57
8.1.3 Bilanční pravidla	60
8.2 Poměrové ukazatele	62
8.2.1 Ukazatele rentability	63
8.2.2 Ukazatele likvidity	63
8.2.3 Ukazatele aktivity	65
8.2.4 Ukazatele zadluženosti	66
8.3 Analýza čistého pracovního kapitálu	66
8.4 Indexy hodnocení podniku	68
8.4.1 Altmanovo Z-skóre	68
8.4.2 Index IN05	68
8.5 Závěr finanční analýzy	69
9 Generátory hodnoty a finanční plán	71
9.1 Generátory hodnoty	71
9.1.1 Tržby	71
9.1.2 Provozní zisková marže	71
9.1.3 Pracovní kapitál	73
9.2 Finanční plán	74
9.2.1 Plán výkazu zisku a ztráty	75
9.2.2 Plán rozvahy	76
9.2.3 Finanční analýza plánu	78
10 Ocenění společnosti Letiště Praha, a. s.	80
10.1 Výpočet FCFF	80
10.1.1 Diskontní míra r_e a WACC	80
10.1.2 Hodnota 1. fáze, hodnota 2. fáze a výsledné ocenění	81
10.1.3 Ocenění bez provozně nepotřebného KFM	82
10.2 Srovnání s dalšími metodami výpočtu hodnoty	83
10.2.1 Účetní hodnota	83

10.2.2 Metoda odvětvových multiplikátorů	83
10.2.3 Porovnání výsledků ocenění.....	84

Úvod

Cílem této práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s., k 1. 1. 2019. Společnost bude oceňována pomocí výnosové metody diskontovaného cash flow s použitím volného peněžního toku pro vlastníky i věřitele (DCF entity). Závěry této práce mohou sloužit jako podklady pro rozhodování managementu společnosti nebo případným novým investorům. Práce bude využita v rámci projektu Technologické agentury TA ČR ÉTA Hodnota letecké dopravy pro Českou republiku.

Diplomová práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. V teoretické části byly popsány základní pojmy a teorie, potřebné k pochopení tématu oceňování. Dále je pojednáno o strategické analýze, finanční analýze a tvorbě finančního plánu pomocí generátorů hodnoty. Taktéž jsou představeny vybrané metody oceňování, včetně způsobu výpočtu hodnoty společnosti.

V praktické části je čerpáno z poznatků části teoretické. Nejprve je představena oceňovaná společnost Letiště Praha, a. s. s uvedením základních údajů a stručných informací o historii a vývoji této společnosti. Poté je provedena strategická analýza, která obsahuje analýzu trhu letecké dopravy, analýzu makrookolí pomocí PEST analýzy a analýzu mikrookolí za použití Porterova modelu pěti sil.

Finanční analýza pracuje se zveřejňovanými účetními výkazy společnosti. Je provedena jejich horizontální a vertikální analýza a vyhodnoceny poměrové ukazatele. Na závěr finanční analýzy jsou vypočteny indexy hodnocení podniku. Na finanční analýzu navazuje sestavení finančního plánu pomocí generátorů hodnoty a předešlých poznatků.

Ocenění společnosti je provedeno k 1. lednu 2019 s využitím metody DCF entity. Jako doplňkové metody jsou uvedeny hodnota účetní a hodnota stanovená pomocí tržních multiplikátorů, které slouží pro porovnání s výnosovou metodou.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Teoretické přístupy k oceňování podniku

V této kapitole bude definován podnik a jeho hodnota. Dále bude odpovězeno na otázku, proč se podniky oceňují a jakým postupem se oceňují. Část je věnována předpisům a oceňovacím standardům.

1.1 Definice podniku

Definovat podnik lze z několika různých hledisek, v tomto případě si vystačíme s legislativním vymezením a s definicemi od autorů věnujících se tématu.

Česká legislativa definuje podnik v novém občanském zákoníku (NOZ) pod pojmem obchodní závod. Obchodní závod je dle 89/2012 Sb. (§ 502): „... organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

Před rokem 2014 byl podnik definován v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (§ 5): „Pro účely tohoto zákona se podnikem rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“ Tato definice byla dle zákona platná do 31. prosince 2013 a poté nahrazena NOZ a pojmem obchodní závod.

Evropské právo (Komise (EU), 651/2014, příloha I, článek 1) definuje podnik jako: „... každý subjekt vykonávající hospodářskou činnost, bez ohledu na svou právní formu. K těmto subjektům patří zejména osoby samostatně výdělečně činné a rodinné podniky vykonávající řemeslné či jiné činnosti a obchodní společnosti nebo sdružení, která pravidelně vykonávají hospodářskou činnost.“ Tato definice se týká malých a středních podniků.

Kislingerová (1999, s. 6) doplňuje právní definici podniku o klíčovou informaci pro oceňování podniku. „Podnik je tedy funkčním celkem – entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti.“ To je důležité zejména pro výnosové ocenění podniku.

Hobza (2015, s. 9) vymezuje podnik jako ekonomicko-správní subjekt, který vykazuje tři důležité atributy, kterými jsou ekonomická samostatnost a právní subjektivita, plnění specifické funkce a zabezpečování vytyčených cílů.

1.2 Hodnota podniku

Základními pojmy při oceňování podniku jsou cena a hodnota, přičemž jak se může na první pohled zdát (a v jiných oblastech tomu tak obvykle je), nejsou tyto pojmy totožné. Hodnota je relativním pojmem, který se mění v čase spolu s vývojem budoucích užitků, vztahuje se tedy pouze k určitému časovému okamžiku a na základě znalosti účelu, pro který je hodnota stanovována. Naopak cena, jakožto částka, za kterou je podnik prodán, závisí na celé řadě dalších faktorů, jako jsou např. vyjednávací schopnosti kupujícího a prodávajícího, časová tíseň nebo psychologický faktor. Tedy výsledkem oceňování není určení ceny podniku, ale stanovení jeho hodnoty, která může být podkladem pro vyjednávání o ceně (Kislingerová, 1999, s. 6-7).

Podle Dědiče (2002, s. 2445) je pojem cena chápán z hlediska závazkových vztahů a pojem hodnota je využíván v zásadě v souvislosti s oceněním. Hodnota je tedy ekonomickou kategorií, která nemusí být nutně stanovena u statku (hmotného či nehmotného), který je předmětem transakce a lze ji stanovit pomocí různých metod. Opět dodává, že výsledkem oceňování je hodnota podniku, nikoliv jeho cena.

Aswath Damodaran (cit. podle Krabec, 2009, s. 33) dokonce říká, že „*ceny nemají žádný vztah k hodnotě*“. Všichni autoři se shodují, že cena a hodnota jsou pojmy, které nelze zaměňovat.

Pokud nahlížíme na podnik jako na zboží, lze hodnotu chápat dvěma způsoby. Prvním je užitná hodnota, která je souhrnem vlastností, které činí ze zboží statek a schopnost zboží být v budoucnu užitečný. Užitná hodnota je vnímána každým člověkem rozdílně a je čistě subjektivní vlastností odrážející vlastnosti pro konkrétního vlastníka. Druhým pojmem je směnná hodnota, která je schopností zboží být předmětem směny a pokud je vyjádřena v penězích, pak je hodnotou zboží a tvoří jeho cenu. Směnná hodnota je objektivní vlastností zboží a vzniká střetem nabídky a poptávky.

Damodaran (2014, překlad vlastní) představuje základní myšlenky o oceňování: „*...oceňování je snadné, pouze my sami ho činíme složitějším. Za druhé, každé ocenění má nějaký příběh a za dobrým oceněním se skrývá více tento příběh než čísla. A za třetí, pokud se něco pokazí, není to vina čísel, ale vina jednoho ze tří možných problémů. Prvním je předpojatost, která existuje před oceněním a najde si do něj cestu. Druhým problémem je nejistota, protože se s ní neumíme příliš dobře vypořádat, a třetím je složitost, protože žijeme v komplexním světě...*“.

1.3 Důvody pro oceňování podniku

Oceňování podniku provádí expert na základě znalosti účelu ocenění, které je důležité zejména pro výběr vhodné metody. Výsledný odhad je zároveň odrazem znalostí a míře informovanosti oceňovatele o podniku. Důvody vedoucí k ocenění však mohou být různé. Těmi nejběžnějšími důvody jsou:

- koupě a prodej podniku,
- rozhodování o fúzi, sanaci,
- uvedení akcií na kapitálový trh,
- restrukturalizace podniku,
- hodnocení úspěšnosti managementu,
- likvidace podniku,
- pojištění podniku.

Při odhadu tržní hodnoty je zcela zásadní určit, jakým způsobem se bude postupovat, zda bude základním předpokladem fakt, že podnik bude pokračovat ve své činnosti v nezměněné podobě – tzv. *going concern* přístup, nebo zda se předpokládá, že dojde ke změně ve využívání majetku (např. při fúzích) – přístup založený na změně ze strategického hlediska (Kislingerová, 1999, s. 8).

Taktéž by mělo být určeno, jakou hladinou hodnoty se podnik oceňuje. Hladiny hodnoty rozeznáváme dvě, a to brutto a netto. Hodnotou brutto oceňujeme podnik jako celek a zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Jde tedy o obchodní majetek společnosti. Hodnotou netto označujeme hodnotu pro vlastníky vycházející z vlastního kapitálu.

1.4 Předpisy pro oceňování podniku

Některé země vytváří vlastní oceňovací standardy nebo využívají ty mezinárodní. Zmínky a úpravy týkající se oceňování můžeme najít i v českých pramenech práva.

1.4.1 České předpisy

Česká republika nemá samostatný ucelený zákon týkající se oceňování podniku, ale lze čerpat z některých částí ostatních právních předpisů. Nejdůležitějším z nich je zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., který v paragrafu 24 hovoří o oceňování obchodního závodu. Uvádí, že obchodní závod se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků určených podle tohoto zákona a od této částky jsou odečteny dluhy závodu. Případně může být závod oceněn výnosově (pokud stanoví vyhláška) anebo kombinací obou metod. Výnosové ocenění se provádí jako součet diskontovaných budoucích čistých ročních výnosů závodu. V poslední řadě uvádí, že může existovat

rozdíl mezi cenou sjednanou a stanovenou některou ze zmíněných metod a tento rozdíl je považován za cenu dobré pověsti závodu.

Dalším východiskem pro oceňování může být metodický pokyn České národní banky (ČNB) z roku 2014 (dříve známý pod zkratkou ZNAL), který dává informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE), který se věnuje zásadám při zpracování ocenění a obsahovým náležitostem.

1.4.2 Evropské standardy

Evropské oceňovací standardy (European Valuation Standards-EVS), které vydává Evropská skupina odhadcovských asociací (TEGoVA), vznikají od 80. let za účelem vytvoření standardů, které by byly přenosné v rámci celé Evropy. Aktuálně je publikováno již osmé vydání z roku 2016, na kterém se podílí všichni členové TEGoVA (momentálně 74 členů ze 37 zemí) a vzniká na Evropské oceňovací konferenci v Bruselu (TEGoVA, c2012).

1.4.3 Mezinárodní oceňovací standardy

V celosvětovém měřítku jsou publikovány Mezinárodní oceňovací standardy (The International Valuation Standards-IVS), které jsou vydávány Mezinárodním výborem pro oceňovací standardy (IVSC), což je nezávislá a nezisková organizace sdružující více než 100 členů a sloužící veřejnému zájmu. Hlavním cílem IVSC je vydávat takové standardy, které budou dosahovat vysoké kvality, konzistence, transparentnosti a budou podporovat důvěru v tyto standardy tak, že se podle nich bude oceňovat po celém světě. Aktuálně je dostupné vydání IVS z roku 2017 (IVSC, c2018).

Dalšími oceňovacími standardy jsou například americké Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP), které poskytují minimální soubor standardů kontroly kvality pro oceňování v USA, ale nemají za úkol určovat metody, které mají být použity při oceňování. USPAP standardy bývají publikovány vždy na období dvou let, aktuální platí do konce roku 2019. Spolu s IVSC je vytvářen převodní můstek mezi těmito standardy (The Appraisal Foundation, c2018).

1.5 Kategorie hodnoty

Rozlišujeme několik různých kategorií hodnoty podniku. Hodnota podniku vyjádřená v peněžní částce je založena na účelu, pro který se oceňuje a také záleží na zpracovateli ocenění. Běžně rozeznáváme čtyři základní kategorie hodnoty.

1.5.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota je založena na předpokladu, že existuje trh s podniky, na kterém se nachází více prodávajících i kupujících a díky existenci trhu a konkurence je vytvářena tržní cena podniku. Cílem oceňování je stanovení tržní hodnoty, v angličtině *market value*. Specifikem této kategorie hodnoty je dle Maříka (2003, s. 18) fakt, že výsledná cena daného aktiva je dána především jeho použitelností, kterou trh uznává obecně a nemusí korespondovat s použitelností pro konkrétní oceňovaný podnik.

Tržní hodnotou se zabývá dopodrobna především Mezinárodní organizace pro oceňování (IVSC) (2017, s. 22, překlad vlastní), která definuje tržní hodnotu jako: *„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by mělo být aktivum nebo závazek směňováno k datu ocenění mezi kupcem ochotným koupit a prodávajícím, který je ochoten prodat, v oboustranně nezávislém obchodě, po náležitém marketingu, a kde obě strany jednaly informovaně, uvážlivě a bez donucení.“* Dále IVSC definuje koncepční rámec, s jehož souladem musí být výše zmíněná definice použita.

1.5.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota je pro oceňování podniků možná tou nejdůležitější, kvůli absenci rozsáhlejšího tržního prostředí pro celé podniky. Subjektivní ocenění pohlíží na podnik jako na jedinečné aktivum s nižší likviditou, než je tomu například u trhu s cennými papíry. Z tohoto pohledu není hodnota podniku dána pravděpodobnou cenou na trhu, ale zahrnuje individuální přístup zainteresovaných stran a vychází z očekávaných užitků plynoucích z daného majetku. Tato kategorie hodnoty je tedy velkou měrou závislá na subjektivním posouzení (Mařík, 2003, s. 21).

Podle IVSC (2017, s. 26, překlad vlastní) je subjektivní hodnota pojmenována jako *investment value/worth* a je definována jako: *„Hodnota aktiva pro konkrétního vlastníka nebo případného vlastníka k individuální investici nebo k dosažení taktických cílů.“* Dále je specifikováno, že investiční hodnota je specifická pro každý subjekt a reflektuje budoucí přínos plynoucí z držení daného aktiva a okolnosti ocenění.

Mařík (2003, s. 21) uvádí základní charakteristiky investiční hodnoty, které se týkají budoucích cash flow a diskontní míry. Budoucí peněžní toky jsou v rámci investiční hodnoty odhadovány managementem, případně investorem, a závisí tak na jejich úsudku. Někdy bývají mírně upraveny, a to především směrem dolů. Diskontní míra je stanovena porovnáním s alternativními možnostmi investic oceňovaného subjektu.

1.5.3 Objektivizovaná hodnota

Vzhledem k tomu, že z mnoha již zmíněných důvodů nelze určit objektivní hodnotu podniku, setkáváme se s hodnotou objektivizovanou. Mařík (2003, s. 22) říká, že je využívána tam, kde je potřeba stanovit co nejvíce objektivní hodnotu. Subjektivní hodnota bývá často určována managementem jako nástroj řízení podniku, ale objektivizovanou hodnotu určuje vždy profesionál. Objektivizovaná hodnota by měla obsahovat určité zásady a požadavky při jejím vypracování tak, aby bylo možné postup zopakovat u jiného subjektu.

Podle Janíčka (2013, s. 377) je objektivizovaná hodnota typizovanou hodnotou budoucích výsledků, pokud bude podnik pokračovat v nezměněné činnosti a pokud bude přihlédnuto k realistickým faktorům okolí a šancím podniku. Rozděluje objektivizovanou hodnotu do tří stupňů. V prvním stupni jsou brány v potaz veškeré všeobecně uznávané skutečnosti relevantní k datu ocenění. Ve druhém stupni jsou brány v potaz obecně známá fakta ovlivňující ocenění, která se týkají budoucího vývoje, a zahrnují tedy určitou nejistotu. Do posledního stupně se již promítají subjektivní hlediska.

1.5.4 Kolínská škola

Podle přístupu Kolínské školy není dobré modifikovat ocenění na dílčích podnětech, ale mělo by se modifikovat na základě obecných funkcí. Kolínská škola definuje různé funkce, založené na účelu oceňování, a tím vymezuje interval, ve kterém se bude výsledná hodnota pohybovat. Mezi základní funkce lze dle Janíčka (2013, s. 377) zařadit funkci daňovou, která slouží jako podklad pro daňové účely a funkci poradenskou, která má za cíl poskytnout kupujícímu informaci o rozpětí ceny.

Mařík (2003, s. 24-26) doplňuje funkci rozhodčí, argumentační a komunikační. U funkce rozhodčí jde primárně o výkon nezávislého oceňovatele, který má za úkol nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí. Tato funkce by měla tvořit vyváženost s ohledem na zájmy všech účastníků. Funkce argumentační slouží k hledání argumentů, které jsou podkladem pro jednání jedné strany a měly by tedy vylepšovat vyjednávací pozici. Funkce komunikační se používá jako podklad pro komunikaci s veřejností, investory a případně bankami a jinými institucemi. Přístup

Kolínské školy je oblíbený především v Německu, kde je často rozhodčí hodnota využívána jako podklad např. pro fúze a další transformace podniku, ale i pro koupi.

1.6 Postup při oceňování

Oceňování podniku by mělo začínat tím, že je vymezen účel ocenění. Podle daného účelu je možné volit vhodné varianty oceňovacích metod. Ocenění nejčastěji provádí celý tým odborníků, který spolupracuje s managementem a v počáteční fázi by měl být stanoven časový harmonogram, podle kterého bude tým postupovat. Nejprve musí být sesbírána interní data a informace o podniku a také externí data, tedy seznámit se s mikro a makroprostředím podniku.

Ve druhé fázi se přechází k analýze sesbíraných dat. Je provedena strategická analýza podniku a z interních dat finanční analýza podniku. Pokud se podnik oceňuje výnosovými metodami, je zapotřebí zanalyzovat i podnikatelský záměr, jelikož tyto metody pracují s údaji o budoucím vývoji. Následuje tedy vytvoření finančního plánu do budoucnosti (Kislingerová, 2001, s. 25-27).

Po provedení analýzy dat je zvolena konkrétní metoda ocenění nebo jejich kombinace a ta se aplikuje na sesbíraná a zanalyzovaná data. Na základě výsledku ocenění lze vynášet výroky o hodnotě podniku. Je zpracována zpráva o ocenění, která by měla odpovídat mezinárodním standardům, spolu s průvodním dopisem oceňovatele (Kislingerová, 2001, s. 27).

Výše zmíněný postup od Kislingerové je velice podobný postupu ocenění podniku v bodech podle Maříka (2003, s. 45):

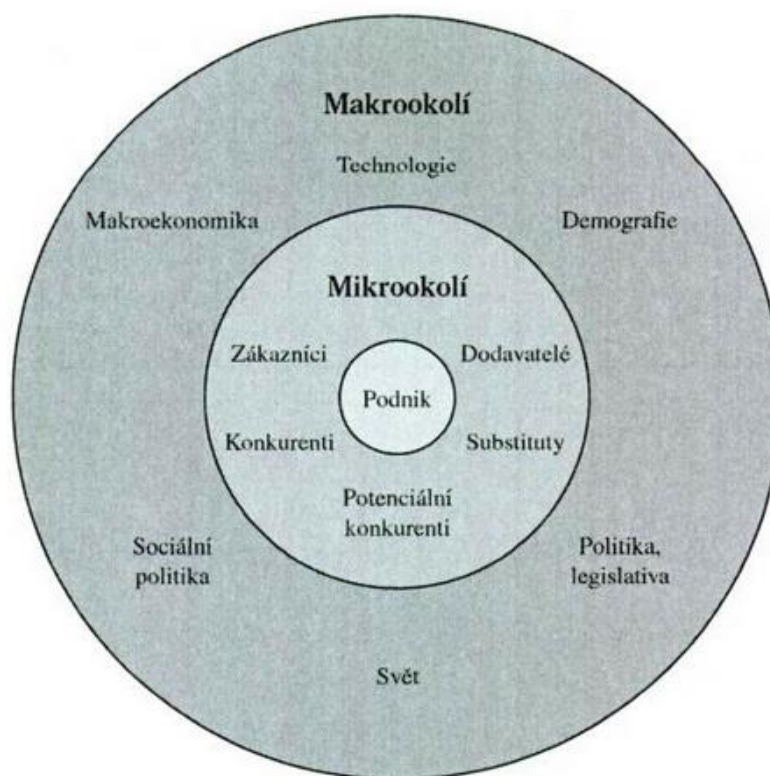
- sběr dat,
- strategická analýza,
- finanční analýza,
- rozdělení aktiv na provozně nutná a nenučná,
- prognóza generátorů hodnoty, a orientační ocenění,
- sestavení finančního plánu,
- výběr vhodných metod pro ocenění,
- ocenění a finální syntéza výsledků.

2 Strategická analýza

Strategická analýza se věnuje zkoumání prostředí, ve kterém se podnik nachází. Zkoumá především makroprostředí, tedy globální vlivy, které nejsou přímo spojeny s podnikem, a mikroprostředí, které se již přímo dotýká podniku samotného, jako je odvětví.

Dedouchová (2001, s. 16) uvádí: „Cílem externí analýzy je najít v okolí podniku příležitosti a ohrožení. Strategie podniku by pak měla maximálně využít nabízené příležitosti a nalézt cestu, jak se ohrožením vyhnout nebo alespoň zmírnit jejich dopad na podnik.“

Obrázek 1: Okolí podniku



Zdroj: Dedouchová, 2001, s. 16

2.1 Analýza makroprostředí

Makroprostředím podniku rozumíme externí prostředí, které přímo ovlivňuje výkonnost podniku, ale podnik ho může ovlivnit jen velmi málo, většinou vůbec. S tím souhlasí i Dedouchová (2001, s. 25-26), která říká, že faktory makrookolí ovlivňují

poptávku a působí na podnikový zisk. Faktory makroprostředí vznikají v regionálním, národním či mezinárodním měřítku a mohou se velmi rychle měnit. Vedení podniku by mělo na tyto změny pružně reagovat, a zamezit tak hrozbám. Podle Keřkovského a Vykpěla (2006, s. 40) by se mělo při zpracování strategické analýzy postupovat od nadřazených pater, tedy analýza makroprostředí by měla být první.

2.1.1 PEST analýza

Pro analýzu makrookolí používáme nejčastěji PEST analýzu. Ta zkoumá vlivy politických, ekonomických, sociálních a technologických faktorů, které jsou klíčovými součástmi makrookolí. Každý z těchto faktorů ovlivňuje různou měrou jednotlivé podniky. To, jak silně ovlivňuje daný faktor podnik, záleží na odvětví podniku, jeho velikosti nebo například na situaci (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 16). Poznatky a závěry z analýzy slouží pro zpracování scénářů vývoje okolí podniku.

Politické a legislativní faktory

Politické a legislativní faktory ovlivňují ve velké míře všechny podniky. Důležitou roli hraje stabilita politické situace země, ve které se daný podnik nachází, ale i politická situace dalších států, propojených s podnikem nebo například stabilita politické situace v celé EU. Politická situace ovlivňuje prostředí i skrze legislativu. Z legislativních předpisů lze zmínit daňové zákony, antimonopolní zákon, regulace importu a exportu nebo zákony týkající se zaměstnanců, výroby, bezpečnosti či ochrany životního prostředí (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 16-17).

Některé politické a legislativní faktory:

- stabilita národní vlády a její uspořádání,
- politické strany ve vládě,
- podpora určitého odvětví,
- zahraniční konflikty,
- daňová politika,
- zákony na ochranu živ. prostředí, zaměstnanců a spotřebitelů.

Ekonomické faktory

Ekonomické faktory jsou charakterizovány vývojem a stavem ekonomiky, tedy makroekonomickými trendy. Podle Sedláčkové a Buchty (2006, s. 17) jsou základními prvky, tvořící makroekonomické okolí, míra ekonomického růstu, úroková míra, míra inflace, daňová politika a směnný kurz. Tyto faktory přímo ovlivňují úspěšnost podniku na trhu a přináší s sebou příležitosti i hrozby. S tímto názorem se shoduje i Kislingerová (2001, s. 29-31), která doplňuje nejdůležitější makroekonomické faktory o ekonomické a politické šoky a vývoj peněžní nabídky a zároveň vysvětluje, že jsou na sobě všechny tyto faktory závislé (např. pokles peněžní nabídky se projeví růstem úrokových sazeb atd.).

Některé ekonomické faktory:

- vývoj HDP,
- vývoj úrokových sazeb,
- změna devizových kurzů,
- míra inflace,
- míra nezaměstnanosti.

Sociální a demografické faktory

Sociální a demografické faktory jsou odvislé od struktury obyvatelstva, místní kultury, preferovaných hodnot, názorů a potřeb obyvatelstva. Změny v těchto oblastech mívají dlouhodobější charakter a jejich směřování lze o něco lépe předvídat. Pokud chce podnik poskytující výrobky nebo služby prodat, musí respektovat a přizpůsobovat se těmto faktorům. Konkrétně můžeme hovořit například o stárnutí populace, což poskytuje příležitosti pro podnikání související se zdravím nebo čím dál silnější důraz kladený na ochranu životního prostředí a na ekologičnost výrobků (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 18).

Některé sociální a demografické faktory:

- stárnutí populace,
- změny životního stylu,
- změny hodnot obyvatel,
- náboženské faktory,
- vzdělanost obyvatel,
- míra urbanizace.

Technologické faktory

Technologické faktory zahrnují rozvoj techniky a technologií, které jsou dostupné a pomocí nichž lze například modernizovat výrobu. Technologický pokrok je propojen s produktivitou práce a dokáže ovlivňovat čas potřebný k výrobě či čas ke splnění zákaznického požadavku. Pokud chce podnik zefektivňovat výrobu/poskytované služby, musí sledovat a následovat technické a technologické změny. Podle Keřkovského a Vykypěla (2006, s. 46-47) se investice do technického rozvoje stávají nezbytností, ale zároveň s sebou přináší spoustu rizik (např. vznik konkurenční technologie) a není vždy zpočátku jednoznačné, zda se investice do výzkumu a vývoje vyplatí.

Některé technologické faktory:

- nové objevy,
- vznik konkurenčních technologií,
- rychlost výzkumu a vývoje,
- stav technologie.

2.2 Analýza mikroprostředí

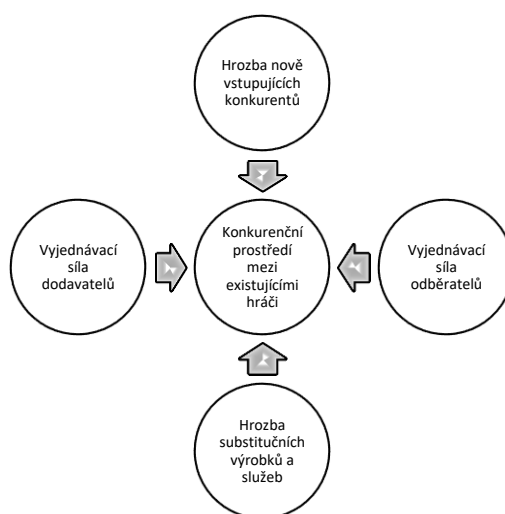
Mikroprostředím podniku rozumíme odvětví, ve kterém firma podniká, a další faktory, které může podnik ovlivňovat. Mikrookolí obklopuje bezprostředně podnik a obsahuje podniky, které jsou si navzájem konkurenty a nabízí podobné výrobky. Do mikroprostředí podniku řadíme i dodavatele a odběratele, kteří jsou provázáni s podnikem. Cílem analýzy mikroprostředí je obdobně jako u makroprostředí identifikace příležitostí a hrozeb a na základě jejich znalosti stanovení strategie podniku. Jakubíková (2013, s. 102) doporučuje nejprve zanalyzovat samotné odvětví s jeho základními charakteristikami a strukturou. Těmi jsou velikost, růst trhu, fáze životního cyklu nebo vstupní bariéry. Struktura odvětví může být atomizovaná (existuje mnoho menších podniků) nebo konsolidovaná (několik velkých hráčů). Dále se shoduje s Kislingerovou a Novým (2005, s. 95), že neexistuje odvětví, které by se nevyvíjelo nebo stagnovalo, a proto je třeba vývoj neustále sledovat a přizpůsobovat se mu.

2.2.1 Porterův model pěti sil

Jako nástroj analýzy mikroprostředí používáme Porterův model pěti sil, který byl poprvé publikován již v roce 1979 Michaelem E. Porterem. Model pracuje s konkurenty podniku a s bariérami trhu. Porter (2008, s. 4) definuje pět sil jako:

- konkurenční prostředí mezi existujícími hráči,
- vyjednávací sílu dodavatelů,
- vyjednávací sílu odběratelů,
- hrozbu substitučních výrobků a služeb,
- hrozbu nově vstupujících hráčů.

Obrázek 2: Porterův model pěti sil



Zdroj: Porter, 2008, s. 16

Nově vstupující konkurenti

Potenciálními konkurenty jsou podniky takové, které v současnosti konkurencí nejsou, ale mají předpoklady k tomu, aby se jí v budoucnosti staly. Tento faktor je ovlivněn výší bariér vstupu, které brání novým podnikům vstoupit na daný trh. Tyto bariéry představují vynaložení nákladů na jejich překonání. Pokud jsou vstupní bariéry nízké, je riziko vstupu nové konkurence vysoké, a to může v důsledku ohrozit postavení a ziskovost stávajících podniků.

Konkurenční prostředí mezi stávajícími podniky

Pro podnik je nejvýhodnější slabá konkurence v jeho mikrookolí, potom může nastavovat obvykle vyšší ceny a dosahovat vyšších zisků. Naopak, když je mikrookolí plné konkurence, dochází k cenové válce mezi podniky, a snižují se tak zisky. V tomto případě je důležitá struktura mikrookolí, konkrétně určení, zda se jedná o atomizované prostředí, nebo jestli má několik podniků oligopol či dokonce jeden podnik monopol. Nejrizikovějším je atomizované prostředí, které přináší spoustu konkurentů, kteří budou soupeřit o odběratele, a tak tlačit dolů ceny.

Vyjednávací síla odběratelů

Pro podnik je výhodný slabý odběratel, který neklade zvláštní požadavky na výši ceny nebo na kvalitu zpracování. Síla odběratele posiluje v případě atomizovaného mikroprostředí, jelikož si může více vybírat a nabídka mnohdy převyšuje poptávku. To zapříčiňuje růst nákladů nebo snížení marže a vede k nižším ziskům. V případě monopolu je vyjednávací síla odběratele prakticky nulová, protože nemá možnost volby.

Vyjednávací síla dodavatelů

Pokud posiluje pozice dodavatele a začne zdražovat své výrobky/služby, tak hrozí, že podnik bude muset nakupovat dražší vstupy nebo bude snižovat kvalitu. V obou případech existuje riziko snížení zisků. Pokud je vyjednávací síla dodavatelů nízká, může podnik tlačit na snížení cen nakupovaných vstupů, a tím si upevnit pozici v konkurenčním prostředí.

Hrozba substitučních výrobků a služeb

Substituční výrobky dokáží poskytovat kupujícím podobný užitek jako původní výrobek a pokud jsou substituty na trhu za nižší cenu, vytváří se hrozba odlivu odběratelů. V případě, že v daném odvětví substituty nejsou nebo jich je málo, nemusí jim podniky konkurovat cenou. To jim umožňuje zvýšení zisku nebo alespoň nedochází k jeho snížení.

3 Finanční analýza

Finanční analýza slouží kromě informací pro ocenění podniku také jako podklad manažerům pro finanční řízení a rozhodování. Finanční analýza by měla být prováděna průběžně. Výsledky analýzy podávají komplexní informace o finanční situaci podniku. Kromě interního použití k finančnímu řízení využívají výsledky z finanční analýzy věřitelé, kterým poskytuje podklady k rozhodnutí o poskytnutí úvěru.

3.1 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele je možné získat z údajů v účetních výkazech a informují o stavových a tokových veličinách. Stavové veličiny najdeme v rozvaze, která se vždy vztahuje k určitému datu. Tokové veličiny, které udávají informaci za určité období, získáme z výsledovky, případně z výkazu cash flow. Pro rozbor absolutních ukazatelů používáme horizontální a vertikální analýzu. Každá finanční analýza nejprve zpracovává vertikální a horizontální analýzu. Z absolutních ukazatelů vychází i bilanční pravidla.

3.1.1 Horizontální analýza

U horizontální analýzy provádíme rozbor údajů z hlediska času. Porovnáváme stav určité veličiny před a po stanoveném časovém období. Chceme vědět, o kolik se změnil údaj v absolutních číslech a kolika procent tato změna dosahuje. Výsledkem horizontální analýzy je informace o pohybu konkrétních položek a o intenzitě změny (Kislingerová, 2001, s. 63). Scholleová (2017, s. 167) specifikuje, že horizontální analýzu lze provést dvěma způsoby, a to podílově nebo rozdílově. Podílová analýza se věnuje relativnímu růstu hodnoty položky z účetního výkazu a poměruje hodnotu k hodnotě minulé. Pokud nás zajímá absolutní změna položky, provedeme analýzu rozdílovou.

3.1.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza navazuje na horizontální a je vyjádřena v procentech. Zabývá se strukturou položek vždy v jednom konkrétním období. Ve vertikální analýze nás zajímá, jakou měrou se podílí jednotlivé položky na globálních veličinách. Pokud je provedena vertikální analýza za několik po sobě jdoucích období, můžeme zjistit, k jakým pohybům v rámci struktury, např. majetku, dochází.

3.1.3 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla byla stanovena na základě dlouhodobých zkušeností s podnikovým kapitálem. Tato pravidla udávají, jak by měla vypadat základní kapitálová struktura. Představují velice rychlý a obecný nástroj finanční analýzy, ale pokud nejsou pravidla naplněna, nemusí to nutně znamenat, že podnik má problémy.

Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo vychází z rozvahy podniku a říká, že struktura aktiv a struktura pasiv by měla být časově sladěná. Tedy dlouhodobá aktiva by měla být kryta dlouhodobými zdroji. To samé platí i pro oběžná aktiva, která by měla být kryta krátkodobými pasivy.

Pari pravidlo

Pari pravidlo uvádí, že vlastní kapitál by neměl dosahovat vyšší hodnoty než dlouhodobý majetek. Ideální je mít vlastní kapitál ještě o něco nižší než dlouhodobý majetek a využít i dlouhodobý cizí kapitál. Toto pravidlo by mělo zamezit plýtvání vlastním kapitálem, který je dražší než cizí.

Růstové pravidlo

Růstové pravidlo, někdy nazývané poměrovým pravidlem, vychází z výsledovky a říká, že tempo růstu investic by nemělo být vyšší než tempo růstu tržeb. Pokud je pravidlo dodrženo, měla by být zajištěna finanční rovnováha podniku.

Pravidlo vyrovnaní rizika

Pravidlo vyrovnaní rizika, někdy označováno také jako pravidlo vertikální kapitálové struktury, je naplněno tehdy, pokud je vlastní a cizí kapitál ve stejném poměru, případně je vlastní kapitál o něco vyšší. Jak uvádí Synek (2007, s. 341-342), dodržování tohoto pravidla sice dělá podnik méně rizikovým pro věřitele, ale zmírňuje působení finanční páky.

3.2 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele vnikají jako podíl dvou absolutních ukazatelů. Poměrové ukazatele jsou nedílnou součástí finanční analýzy a mohou sloužit k mezipodnikovému srovnání nebo srovnání s průměrem odvětví. Synek (2007, s. 342) uvádí, že je potřeba brát v potaz strukturu okolí podniku, tedy zda má podnik monopolní postavení nebo působí v atomizovaném prostředí a také to, jestli své výrobky vyváží nebo jestli jsou např. sezónní.

3.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability se týkají dosahování zisku a zkoumají poměr zisku k nějaké stavové veličině, která se na zisku podílí. Pomocí těchto ukazatelů se zjišťuje právě míra tohoto podílu na zisku. Jako zisk dosazujeme do ukazatelů rentability zisk před zdaněním a úroky (EBIT), zisk před zdaněním (EBT) nebo zisk po zdanění (EAT). Volba kategorie zisku záleží na účelu analýzy. Užití EBIT je podle Sůvové (1999, s. 93) vhodné, pokud rozhodnutí subjektu není závislé na financování. EBT se použije spíše pro hodnocení výkonnosti managementu a EAT v případě, že podnik může ovlivnit výši daní.

Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity) udává, jaká je rentabilita v rámci čistého zisku z kapitálu vloženého vlastníky.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita aktiv (Return on Assets) podobně jako ROE ukazuje výnosnost vloženého kapitálu, ale navíc zahrnuje i cizí kapitál.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}}$$

Rentabilita tržeb (Return on Sales) udává podíl ziskové přírážky na celkových tržbách.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}}$$

3.2.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku uspokojovat jeho závazky. Tedy jestli bude mít podnik dostatek prostředků na uhrazení dluhů v čase jejich splatnosti. Scholleová (2017, s. 178) definuje likviditu následovně: „*Likvidita je vyjádřením schopnosti podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi krýt včas, v požadované podobě a na požadovaném místě všechny splatné závazky.*“ Sůvová (1999, s. 96) upozorňuje na časté zaměňování pojmů likvidita a solventnost, které jsou sice úzce propojeny. Likvidita odpovídá výše zmíněné definici od Scholleové, ale solventnost je spíše chápána jako schopnost podniku hradit závazky včas a týká se dlouhodobých závazků.

Běžná likvidita (někdy označovaná jako likvidita 3. stupně) měří schopnost podniku hradit krátkodobé závazky. Jinými slovy, kolikrát je podnik schopen splatit krátkodobé závazky, pokud přemění oběžná aktiva na peníze. Doporučené hodnoty

se pohybují okolo 1,8-2,5, ale Scholleová (2017, s. 179) říká, že pro rychle se rozvíjející podniky to může znamenat zbytečné zadržování majetku.

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita (likvidita 2. stupně) nezahrnuje, na rozdíl od běžné likvidity, zásoby. Zásoby jsou položkou oběžných aktiv, která není příliš likvidní, tedy hůře se přeměňují na peníze než ostatní oběžná aktiva a jejich přeměna na peníze může ohrozit výrobu. Doporučené hodnoty jsou v intervalu 1-1,5 a Synek (2007, s. 343) uvádí hodnotu 1 jako hraniční.

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Okamžitá likvidita (likvidita 1. stupně) udává poměr finančního majetku a krátkodobých závazků a je nejpřísnějším měřítkem likvidity. Doporučené hodnoty pro okamžitou likviditu jsou 0,2-0,5.

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky} + \text{obchodovatelné krátkodobé cenné papíry}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

3.2.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity rozdělujeme do dvou kategorií: ukazatele počtu obrátů a doby obratu. Tyto ukazatele hodnotí vázanost kapitálu v aktivech a dávají přehled o tom, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Tyto ukazatele zachycují provozní cyklus podniku a způsob řízení tohoto cyklu. Ukazatele doby obratu je vhodné mít co nejnižší a naopak ukazatele rychlosti obratu co nejvyšší, protože každý provozní cyklus s sebou přináší zisk.

Obrat aktiv měří celkové využití majetku. Obrat aktiv by měl být co nejvyšší a minimálně roven 1. Kislíngerová (2001, s. 72) upozorňuje, že u českých podniků může dojít ke zkreslení tohoto ukazatele z důvodu různého odepisování majetku.

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Obrat zásob informuje, kolikrát dojde k přeměně zásob ve finální výstup a následný nákup zásob nových. Jinými slovy říká, kolik provozních cyklů se odehraje během sledovaného období (nejčastěji 1 rok). Cílem podniku je tento počet maximalizovat.

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

Doba obratu zásob se dívá na obrat zásob z jiného úhlu a udává počet dní, za které se zásoby otočí.

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}/360}$$

Doba splatnosti pohledávek reprezentuje dobu inkasa pohledávek, tedy průměrný počet dní od vystavení faktury do jejího proplacení. V rámci této doby poskytuje podnik bezplatný obchodní úvěr svým partnerům, a proto je výhodné mít dobu splatnosti pohledávek co nejnižší.

$$\text{doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}/360}$$

Doba splatnosti krátkodobých závazků udává průměrný počet dní, po které podnik využívá bezplatný obchodní úvěr od svých partnerů.

$$\text{doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}/360}$$

3.2.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti používáme, když chceme znát údaje o zadluženosti podniku, o poměru vlastního a cizího kapitálu nebo o úrokovém krytí. Charakterizují, jak úspěšný byl management podniku při získávání cizího kapitálu. Scholleová (2017, s. 183) dodává, že je potřeba zkoumat, zda má podnik majetek na leasing, jenž není patrný z rozvahy, a tudíž se neprojeví v ukazatelích zadluženosti.

Celková zadluženost udává poměr mezi dluhy a aktivy a lze ji označit za míru věřitelského rizika. Výše dluhu by neměla překročit hodnotu majetku, a pokud překračuje, podnik se stává nedůvěryhodným pro věřitele.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{celkový dluh}}{\text{celková aktiva}}$$

Zadluženost vlastního kapitálu udává proporcii vlastního a cizího kapitálu. Kislíngerová (2001, s. 73) vymezuje bezpečnou míru zadlužení jako 40 %.

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Úrokové krytí lze vypočítat jako podíl zisku před úroky a zdaněním a nákladových úroků. Čím vyšší je jeho hodnota, tím lépe je podnik schopen splácet úvěry. Ukazatel má velký význam jako podklad pro rozhodování věřitelů o poskytnutí nového úvěru.

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

3.3 Analýza čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál (NWC) udává hodnotu provozních prostředků po odečtení krátkodobých závazků, tedy to, s čím může podnik běžně disponovat. Především pro interní účely je dobré znát i údaje o NWC. Nejvýhodnější je pro podnik nízká, ale kladná hodnota NWC.

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky},$$

nebo:

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{zásoby} + \text{pohledávky} + \text{peníze} - \text{krátkodobé závazky}.$$

Obratový cyklus peněz (OCP) označuje dobu, po kterou jsou prostředky vázány v oběžných aktivech. Jinými slovy dobu mezi zaplacením nakoupeného materiálu a přijetím inkasa z prodeje výrobků. Čím je OCP kratší, tím méně pracovního kapitálu podnik potřebuje.

$$\begin{aligned} \text{obratový cyklus peněz} \\ &= \text{doba obratu zásob} + \text{doba obratu pohledávek} \\ &\quad - \text{doba splatnosti krátkodobých závazků} \end{aligned}$$

Potřeba čistého pracovního kapitálu se zjišťuje právě pomocí OCP a průměrných denních výdajů.

$$\text{potřeba čistého pracovního kapitálu} = \text{obratový cyklus peněz} \times \text{průměrné denní výdaje}$$

3.4 Indexy hodnocení podniku

Finanční analýza se snaží o vyhodnocování zdraví podniku a snaží se předpovědět jeho šanci na přežití. K tomu se využívá celá řada výše zmíněných ukazatelů a postup je celkem zdlouhavý. Proto se mnoho autorů snažilo vymyslet univerzální nástroj pro hodnocení finančního zdraví podniku. Výsledkem těchto metod je jedno číslo, podle kterého bychom měli být schopni vynášet výroky o finančním zdraví. Tyto metody nejsou natolik spolehlivé, jako klasická finanční analýza pomocí různých ukazatelů, ale mohou sloužit jako rychlý podklad pro další rozhodnutí. V praxi se dle Růčkové (2011, s. 70-71) používají bankrotní modely (Altmanovo Z-score, indexy IN), bonitní modely (Kralickův Quicktest) a pyramidové soustavy ukazatelů (Du Pont rozklad).

3.4.1 Altmanovo Z-skóre

Možná nejoblíbenějším indexem, z důvodu své jednoduchosti, je Altmanovo Z-skóre. Vychází z propočtu globálních indexů a skládá se ze součtu vážených hodnot pěti poměrových ukazatelů. Cílem výpočtu Altmanova Z-skóre je určení, které podniky jsou ohroženy bankrotem a které nikoliv. Existují dvě varianty vzorce, a to pro podniky obchodované na burze a neobchodované.

Z-skóre pro podniky veřejně obchodované na burze:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1X_5 ,$$

Z-skóre pro podniky neobchodované na burze:

$$Z = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,642 + 0,998X_5 ,$$

kde:

X1 – čistý pracovní kapitál/aktiva,

X2 – nerozdělený zisk minulých let/aktiva,

X3 – EBIT/aktiva,

X4 – vlastní kapitál/cizí zdroje pro neobchodované a tržní hodnota vlastního kapitálu/účetní hodnota celkových závazků pro obchodované podniky,

X5 – tržby/aktiva.

Vypočtené Z-skóre se řadí do jedné ze tří kategorií, která říká, jestli je podnik finančně zdravý, hrozí mu bankrot nebo zda to nelze jednoznačně určit.

Tabulka 1: Vyhodnocení Z-skóre

Z-skóre	Obchodované podniky	Neobchodované podniky
Finančně zdravý podnik	$Z > 2,99$	$Z > 2,9$
Šedá zóna	$1,81 < Z < 2,99$	$1,23 < Z < 2,89$
Hrozící bankrot	$Z < 1,81$	$Z < 1,23$

Zdroj: vlastní zpracování dle Scholleová 2017, s. 192

3.4.2 Index IN05

Index IN05 je vhodným nástrojem při posuzování finančního zdraví u českých podniků. Byl totiž sestaven tak, aby reflektoval specifické podmínky České republiky. IN05 v sobě kombinuje bankrotní i bonitní přístup.

$$IN05 = 0,13 \times \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,04 \times \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} + 3,97 \times \frac{EBIT}{\text{aktiva}} + 0,21 \times \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva}} + 0,09 \times \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Vypočtenou hodnotu indexu lze obdobně jako u Altmanova Z-skóre zařadit do tří kategorií. Scholleová (2017, s. 193) ještě upozorňuje, že je vhodné omezit hodnotu ukazatele EBIT/úrokové krytí maximální hodnotou 9, protože v případech nezadlužených firem vychází příliš velká čísla.

Tabulka 2: Vyhodnocení IN05

Zdraví podniku podle IN05	Hodnoty
Podnik spěje k bankrotu (pravděpodobnost 86%)	$IN05 < 0,9$
Šedá zóna	$0,9 < IN05 < 1,6$
Podnik tvoří hodnotu (pravděpodobnost 67%)	$IN05 > 1,6$

Zdroj: vlastní zpracování dle Scholleová, 2017, s. 193

4 Generátory hodnoty a finanční plán

Generátory hodnoty se označuje soubor základních veličin podniku, které dohromady určují hodnotu podniku. Generátory hodnoty se nejčastěji pojí spolu s výnosovými metodami oceňování podniku, především s metodou diskontovaného cash flow (DCF). V rámci oceňování podniku je třeba zkoumat především ty veličiny, které ovlivňují zisk podniku a tím vytváří jeho hodnotu. Z analýzy generátorů hodnoty lze zjistit, které položky mají na hodnotu podniku největší vliv a za jejich pomoci se sestavuje finanční plán podniku.

Mařík (2003, s. 109) specifikuje typy generátorů hodnoty následovně:

- tržby a jejich růst,
- marže provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba existence podniku.

4.1 Tržby

Prvním a nejdůležitějším generátorem hodnoty jsou tržby podniku. Měla by být provedena strategická analýza podniku a z ní stanovena předpověď budoucích tržeb. Tuto hodnotu je potřeba někdy korigovat o kapacitní možnosti a další provozní omezující podmínky. Dále je potřeba při prognózování tržeb brát v potaz finanční plán a finanční situaci podniku. Tržby mohou být ovlivněny aspekty, jako jsou plánované investice nebo nedostatek finančních prostředků.

4.2 Provozní zisková marže

Dalším klíčovým generátorem hodnoty je provozní zisková marže, a proto není dostačující, aby byla vypočtena jako pouhý rozdíl mezi odhadovaným vývojem nákladů a tržeb. Zde je uveden vztah pro provozní ziskovou marži podle Maříka (2003, s. 111):

$$\text{provozní zisková marže} = \frac{\text{korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{tržby}}$$

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi bývá z praktických důvodů udáván i před odpisy. Provozní zisková marže musí vycházet z minulosti a pomocí analýzy faktorů, které na marži působí a podle kterých se odhaduje budoucí vývoj. Mařík (2003, s. 112) uvádí následující postup prognózy ziskové marže:

- minulý vývoj ziskové marže,
- faktory ziskové marže,
- prognóza faktorů,
- prognóza marže.

4.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je využíván především ve finanční analýze a je určen jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu. Pro potřeby analýzy generátorů hodnoty uvádí Mařík (2003, s. 116) oproti klasickému pojetí pracovní kapitál s modifikacemi. První modifikací je záměna krátkodobého cizího kapitálu za cizí kapitál, ze kterého neplatí podnik úroky (nemusí být krátkodobý). Běžně se tedy odečtou krátkodobé závazky, ale ne běžné bankovní úvěry. A druhou modifikací pracovního kapitálu je počítání jen s veličinami provozně nutnými. To se bude v praxi týkat hlavně krátkodobého finančního majetku, kde do peněžních prostředků započteme jen prostředky nutné pro hladký chod podniku (lze odvodit pomocí likvidity prvního stupně).

4.4 Finanční plán

Nedílnou součástí procesu oceňování podniku je sestavení finančního plánu. Finanční plán je sestavován v rámci podnikového plánování, aby byly propojeny činnosti a finanční cíle. Finanční plánování se provádí z důvodu snížení rizika z možných situací ovlivňujících podnikové finance a finanční plán je sestavován v podobě účetních výkazů.

Sůvová (1999, s. 195) popisuje kroky sestavení finančního plánu následovně. Nejprve je sestaven plán dlouhodobého prodeje a tržeb, plán investic a plán peněžních toků. Dále dodává, že k sestavení plánu lze přistupovat dvěma metodami, rutinní a pragmatickou. Rutinní způsob se odhaduje podle minulých dat, ze kterých je převzat jejich trend a je tím opatrnějším odhadem. Pragmatický přístup zpracovává finanční plán ve více scénářích, jako jsou optimistický, reálný, pesimistický a krizový. Pragmatický plán se scénáři je zpracováván především jako podklad pro finanční řízení a management podniku. Pro účely oceňování není potřeba pracovat se scénáři. Sůvová (1999, s. 195) i Synek (2007, s. 360) se shodují, že klíčovým a nejdůležitějším plánem je plán tržeb.

Podle Maříka (2003, s. 130-134) jsou nejdůležitějšími vstupy do finančního plánu generátory hodnoty. Ke generátorům hodnoty se plán ještě doplní o položky plánu financování, o plánované hodnoty méně významných položek a o položky nesouvisející s hlavním chodem podniku. Vhodné je stanovit plán na výplatu podílů na zisku a nakonec dopočítat zbylé položky tak, aby byl finanční plán kompletní.

Finanční plánování probíhá v podniku jak z dlouhodobého, tak z krátkodobého hlediska. Krátkodobý finanční plán je rozdělen na kratší časová období, vychází z dlouhodobého plánu a zajišťuje jeho plnění. Dlouhodobý finanční plán se sestavuje tak, aby sledoval dlouhodobé cíle podniku, a tak docházelo ke zvyšování hodnoty. Oba typy plánů musí být pravidelně vyhodnocovány a v případě odchylek upravovány nebo přijímána opatření nutná k jejich plnění. Kontrola finančních plánů podle Synka a Kislíngerové (2010, s. 176) spadá ve většině podniků pod oblast controllingu.

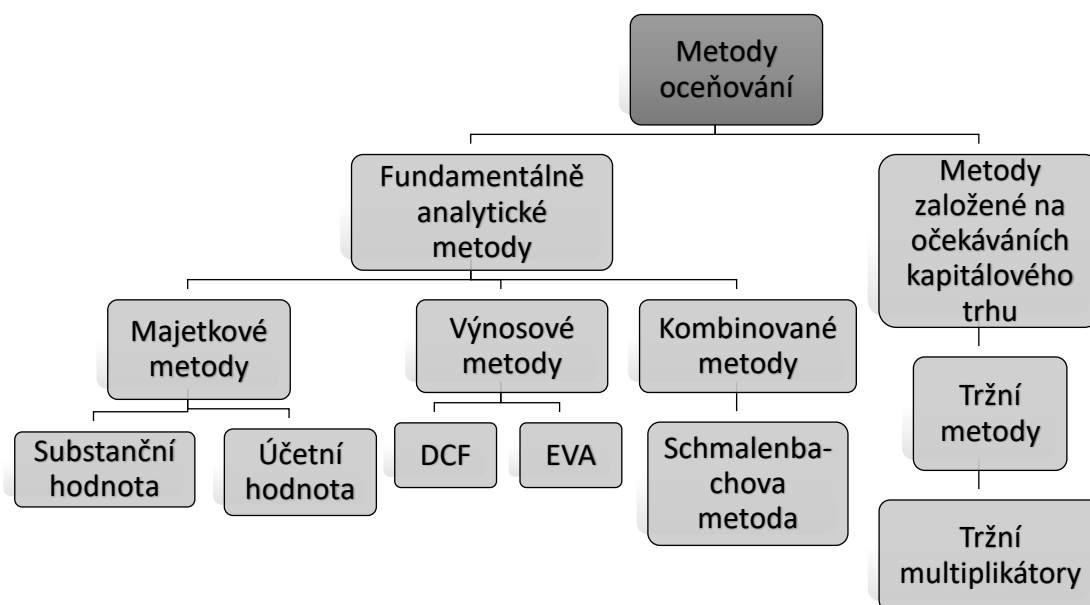
5 Metody ocenění

Ocenění podniku jako celku by mělo vycházet z předpokladu, že podnik není pouhým součtem hodnot aktiv, ale že poskytuje majiteli nějaký užitek v podobě budoucích výnosů. Tím pádem, pokud se nejedná o podnik v likvidaci (kdy se určuje jeho likvidační hodnota), je zapotřebí k němu přistupovat tak, že bude existovat i v budoucnu. Hodnota podniku by měla být dle Synka (2007, s. 63) stanovena jako poctivá, slušná a čestná tržní cena, označovaná jako *Fair Market Value*.

Podle Kislingerové (2001, s. 22-24) lze metody oceňování rozdělit do dvou základních skupin, a to do skupiny fundamentálně analytických metod a metod založených na očekáváních kapitálového trhu. Fundamentálně analytické metody vycházejí z detailní analýzy informací o podniku z rozvahy, výsledovky a cash flow. Do této kategorie spadají nejčastěji využívané metody oceňování jako metoda substanční hodnoty, výnosové metody, metody diskontovaného cash flow nebo ekonomická přidaná hodnota. Výnosové a majetkové metody lze používat dohromady, na tomto principu jsou založeny kombinované metody. Do druhé kategorie metod založených na očekáváních kapitálového trhu spadá oceňování podle tržního principu, který využívá například tržních multiplikátorů.

Damodaran (2014) doplňuje konvenční metody oceňování ještě o jednu novou metodu, která aplikuje oceňovací modely pouze v předem definovaných případech a na základě určité události (Option Pricing Models). Oceňována jsou aktiva s podmíněným cash flow, tedy aktiva, která mají hodnotu pouze, pokud něco nastane.

Obrázek 3: Vybrané metody oceňování



Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerové, 2001, s. 24

5.1 Majetkové metody

Majetkové metody pracují především se stavovými veličinami, jakými jsou například aktiva a pasiva. Výsledkem majetkového ocenění je vyjádření stavu majetku v okamžiku ocenění po zohlednění závazků podniku. Nejběžnějšími metodami je stanovení účetní hodnoty nebo substanční hodnoty. Při použití majetkových metod lze narazit na problém, že neberou v potaz nekvalifikovatelné nehmotné položky, jako jsou goodwill, pracovní síla, ... Kislingerová (2001, s. 23) říká, že substanční metoda poskytuje ocenění podniku na spodní hranici částky, za kterou by mohl být podnik prodán. To se týká všech majetkových metod, proto u nich dochází k výraznému podhodnocování podniků.

5.1.1 Účetní metoda

Metoda účetní hodnoty vychází z toho, že každý podnik je ze zákona povinen vést účetnictví, dle kterého lze zpracovat ocenění. Kislingerová (2001, s. 128) dodává, že tato metoda je odvislá od účetních technik, proto se příliš nepoužívá. Mařík (2003, s. 284) nazývá tuto metodu jako založenou na principu historických cen, která využívá hodnotu majetku, za kterou podnik majetek nakoupil. Účetní hodnota podniku by měla mít pouze doplňkovou roli v rámci ocenění. Výhodou je její vysoká míra průkaznosti.

5.1.2 Substanční metoda

Na rozdíl od účetní metody se substanční metoda snaží nalézt takovou hodnotu majetku, za kterou by se dal pořídit dnes. Metoda se aplikuje tím způsobem, že se zjistí ceny, za které se dá znovu pořídit daný nebo obdobný majetek a poté se od této hodnoty odečte opotřebení. Takto lze vyčíslit brutto hodnotu podniku, kdybychom chtěli znát netto hodnotu, musíme ještě dále odečíst úročené dluhy podniku. Mařík (2003, s. 284) uvádí ještě další dělení substanční metody, a to úplnou a neúplnou metodu. V neúplné metodě se oceňuje pouze hmotný majetek, který lze exaktně ocenit, a nehmotný majetek, se kterým lze samostatně manipulovat. V úplné substanční metodě se bere v potaz například i know-how, pověst podniku, vztahy s okolím. Úplná metoda se v praxi příliš nepoužívá, jelikož je velmi obtížné (až nemožné) zjistit hodnotu všech těchto položek.

5.1.3 Likvidační metoda

Metoda likvidační hodnoty jako jediná nepředpokládá pokračování podniku. Je založena na množství prostředků z prodeje majetku podniku. Toto ocenění by mělo vytvářet nejnižší hranici hodnoty podniku. Pokud je hodnota podniku stanovená likvidační metodou vyšší než ocenění výnosovými metodami, mělo by být výhodnější

ukončit činnost podniku a začít prodávat majetek. Z prodeje majetku jsou uspokojeny všechny závazky podniku a zbytek vyplacen vlastníkům. Kislingerová (2001, s. 143-144) dodává, že specifikum této metody spočívá v omezenosti časem. Likvidátor majetku je nucen během určené lhůty rozprodat majetek podniku, a pokud je majetek velice specifický nebo má větší hodnotu jako celek, který se nepodaří jako celek prodat, má to negativní vliv na výši hodnoty majetku.

5.2 Výnosové metody

Hojně využívanými metodami jsou metody výnosové, které se používají pro subjektivní, ale i objektivizované oceňování a analyzují podnik z hlediska jeho budoucích výnosů. Mařík (2003, s. 29) uvádí, že běžně se pracuje s metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) nebo metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA). Výnosové metody jsou založeny na předpokladu neomezeného pokračování podniku – *going concern* princip.

5.2.1 Diskontní míra

Do výnosových oceňovacích modelů je potřeba dosazovat diskontní míru. Diskontní míra převádí budoucí výnosy do současnosti, přičemž zahrnuje faktor času a rizika a požadovanou míru výnosnosti. Diskontní míru stanovujeme pomocí různých modelů, které používáme v souladu s vybranými metodami ocenění. Základní 2 tvary jsou WACC (průměrné náklady kapitálu), které použijeme jako východisko například k metodě FCFF a EVA (kapitoly 6.2.3 a 6.2.4) a všude tam, kde zkoumáme kapitál vlastní i cizí. Pokud nás zajímá pouze vlastní kapitál (metoda FCFE, dividendy), použijeme požadovanou výnosnost vlastního kapitálu r_e . Metoda FCFE vysvětlena v kapitole 6.2.3.

Výpočet r_e

Pokud chceme zjistit náklady na vlastní kapitál, vyjdeme nejčastěji z modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model).

$$r_e = r_f + \beta_L \times (r_m - r_f) ,$$

kde:

r_f – bezriziková výnosová míra,

β_L – systematické riziko,

r_m – očekávaný výnos tržního portfolia,

$(r_m - r_f)$ – riziková prémie.

Za bezrizikovou výnosovou míru lze považovat výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů. Rizikovou prémie můžeme stanovit pomocí rozdílu průměrných výnosů u reprezentativního tržního indexu (například PX50) a bezrizikové výnosové míry. Druhý způsob stanovení rizikové prémie je podle ratingu země, ve které se podnik nachází (Kislingerová, 2001, s. 193).

Koeficient beta vyjadřuje tržní riziko pomocí citlivosti investice na trh. Betu *levered* (s finanční pákou) lze zjistit pomocí vzorce uvedeného níže, do kterého dosazujeme hodnoty bety *unlevered* (bez finanční páky), kterou stanovíme pomocí oborových hodnot. Kislingerová (2001, s. 111) uvádí, že když beta koeficient nabývá hodnot nižších než 1, akcie se pohybuje pomaleji než trh, v případě bety větší než 1 se vůči trhu chová naopak agresivněji a je rozkolísaná. Pokud je beta rovna 1, akcie se chová stejně jako trh, a pokud by byla její hodnota nulová, znamená to, že na trh nereaguje.

$$\beta_L = \beta_U \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right),$$

kde:

β_L – beta s finanční pákou (zadlužená),

β_U – beta bez finanční páky (nezadlužená),

t – daňová sazba,

D – cizí kapitál,

E – vlastní kapitál.

Výpočet WACC

Vážené náklady na celkový kapitál dosazujeme jako diskontní míru do vzorců pracujících s vlastním i cizím kapitálem podniku. WACC vyjadřuje, kolik podnik stojí využívání zpoplatněného kapitálu. Scholleová (2017, s. 64-65) upozorňuje, že ač by se ze vzorce mohlo zdát nejvýhodnější využití cizího kapitálu v co největší míře, ve skutečnosti by to nefungovalo. Zvyšovalo by to riziko pro věřitele, kteří by začali požadovat vyšší výnosnost.

$$WACC = r_d \times (1 - t) \frac{D}{C} + r_e \times \frac{E}{C},$$

kde:

r_d – úroková sazba z dluhu,

r_e – požadovaný výnos vlastního kapitálu,

t – daňová sazba,

D – cizí kapitál,

E – vlastní kapitál,

C – celkový kapitál: $C = E + D$.

5.2.2 Tempo růstu g

Pro využití výnosových modelů oceňování podniku je zapotřebí stanovit tempo růstu g . Kislingerová (2001, s. 203) uvádí tři způsoby odhadu tempa růstu. Jde o odhad pomocí historických cen, vnitřních parametrů fungování podniku a kvalifikovaného odhadu. Případně lze provést více odhadů a udělat syntézu výsledků.

Tempo růstu g vypočtené pomocí vnitřních parametrů se stanoví na základě rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru nebo pomocí rentability vlastního kapitálu a kapitálové struktury podniku. V prvním případě dochází k oddlužování podniku.

$$g = ROE \times \left(1 - \frac{DIV}{EPS}\right),$$

kde:

ROE – rentabilita vlastního kapitálu,

$(1 - DIV/EPS)$ – aktivační poměr,

DIV – dividenda,

EPS – čistý zisk na akcii.

5.2.3 Metoda diskontu cash flow (DCF)

DCF modely ocenění jsou jedny z nejvyužívanějších po celém světě. Základem pro ocenění pomocí DCF modelů je současná hodnota budoucích výnosů. Kislingerová (2001, s. 157) uvádí předpoklady, které musí být splněny pro použití těchto modelů:

- efektivní kapitálové trhy,
- kapitál podniku se skládá z vlastního kapitálu a dluhu,
- existence pouze daně z příjmů,
- investice jsou minimálně ve výši odpisů.

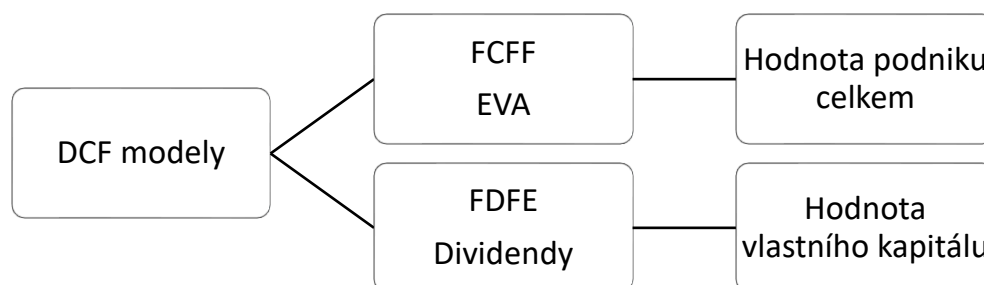
Mezi metody diskontovaného peněžního toku patří:

- volný peněžní tok pro vlastníky – FCFE (Free Cash Flow to the Equity),
- volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele – FCFF (Free Cash Flow to the Firm),
- dividendy – DDM (Dividend Discount Model),
- metoda ekonomické přidané hodnoty – EVA (Economic Value Added).

Postup ocenění pomocí DCF:

- 1) výběr typu peněžního toku, se kterým budeme pracovat (FCFE, FCFF, dividendy, EVA) a podle toho výběr metody,
- 2) správné stanovení diskontní míry v modelu,
- 3) stanovení metody výpočtu: stabilní růst, dvoufázový výpočet, třífázový výpočet,
- 4) výpočet hodnoty podniku.

Obrázek 4: DCF modely



Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerová, 2001, s. 160

Model DCF s využitím FCFF

Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele primárně nerozlišuje, pro koho je daný peněžní tok určen. Udává provozní peněžní toky, které jsou generovány z provozních aktiv a ze kterých budou uspokojeny nároky věřitelů a vlastníků (po odečtení sumy potřebné k investicím a změně pracovního kapitálu). FCFF pro vlastníky a věřitele lze vypočítat různými způsoby. Zde je uveden jeden z nich:

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t ,$$

kde:

$FCFF_t$ – FCFF v konkrétním roce,
EBIT – zisk před zdaněním a úroky,
 t – daňová sazba,
ODP – odpisy,

$\Delta W C$ – změna čistého pracovního kapitálu (vzorec bývá uváděn s WC, ale ve skutečnosti se využívá NWC, tedy hodnota oběžných aktiv po odečtení krátkodobých závazků),

INV – investice.

Jednofázový model

Model stabilního růstu se volí, pokud podnik dosahuje vyšší výnosnosti, než jsou náklady kapitálu. V případě stabilního růstu podniku bude stanovena jeho hodnota jako:

$$\text{hodnota podniku celkem} = \frac{FCFF_1}{WACC-g} ,$$

kde:

$FCFF_1$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v prvním roce,

WACC – vážené náklady kapitálu,

g – tempo stabilního růstu.

Diskontní míra v modelu FCFF musí zohledňovat požadované výnosy jak vlastníků, tak věřitelů, proto se stanovuje pomocí vážených nákladů kapitálu (WACC).

Dvoufázový model

Častěji využívaným propočtem je dvoufázová metoda, která je vhodná pro všechny zavedené podniky. Vzorec obsahuje první fázi, která zahrnuje všechny roky, pro které lze udělat přesnou prognózu FCFF, a druhou fázi s tzv. pokračující hodnotou, kterou odhadujeme od konce první fáze až do nekonečna. Pokračující hodnotu (PH) lze stanovit mnoha způsoby, zde je uveden výpočet pomocí Gordonova vzorce, se kterým pracují Mařík (2011, s. 20,26), Kislíngerová (2001, s.170) i Krabec (2009, s. 75).

Gordonův vzorec:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC-g} ,$$

podmínka: $g < WACC$

kde:

$FCFF_{T+1}$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v prvním roce druhé fáze,

WACC – vážené náklady kapitálu,

g – tempo růstu FCFF během druhé fáze.

Hodnota podniku podle dvoufázového modelu:

$$\text{hodnota podniku celkem} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T} ,$$

kde:

PH – pokračující hodnota,

T – počet let první fáze.

Model DCF s využitím FCFE

FCFE vyjadřuje volný peněžní tok, který má podnik k dispozici poté, co uspokojí úroky z dluhů a stejně jako u FCFF po zajištění dalšího rozvoje podniku. Volný peněžní tok pro vlastníky volíme do výpočtu, pokud chceme znát pouze hodnotu vlastního kapitálu, případně pokud je podnik financován výhradně vlastním kapitálem (poté se ale FCFE vypočítá jako FCFF). Zde je uveden výpočet varianty využívání kombinace vlastního i cizího kapitálu:

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t - I_t ,$$

kde:

$FCFE_t$ – FCFE v konkrétním roce,

EAT – čistý zisk,

ODP – odpisy,

ΔWC – změna čistého pracovního kapitálu,

INV – investice,

I – splátky úvěru.

Jednofázový model

$$\text{hodnota vlastního kapitálu} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} ,$$

kde:

FCFE – volný peněžní tok pro vlastníky,

r_e – náklady vlastního kapitálu.

Diskontní míra r_e je vždy vyšší než WACC. Záleží na vlastnících a na tom, co požadují. Obecně platí, že vlastní kapitál je dražší, a proto by měla být jeho diskontní míra vyšší než u půjčeného kapitálu. Hodnota nákladů vlastního kapitálu se nejčastěji odhaduje pomocí CAPM modelu.

Dvoufázový model

Pro dvoufázový model DCF s využitím FCFE platí to samé jako pro FCFF, rozdílem je pouze kategorie cash flow a jiná diskontní míra.

$$\text{hodnota vlastního kapitálu podniku} = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(r_e-g)} \times (1+r_e)^{-T} ,$$

kde:

g – tempo růstu ve druhé fázi,

T – počet let první fáze.

5.2.4 Model s využitím EVA

Tento model nepracuje s diskontovaným cash flow, ale s hodnotovým ukazatelem ekonomické přidané hodnoty (EVA). Ukazatel EVA pracuje s ekonomickým ziskem, což je zisk podniku po odečtení nákladů na cizí i vlastní kapitál. Představuje hodnotu, která podniku zůstane navíc.

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

kde:

NOPAT – provozní hospodářský výsledek po zdanění,

WACC – vážené kapitálové náklady,

C – kapitál vázaný v aktivech (někdy též NOA – Net Operating Assets).

NOPAT lze odhadnout pomocí výpočtu:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - t) ,$$

kde:

t – daňová sazba,

EBIT – zisk před úroky a zdaněním.

Stanovení hodnoty podniku pro vlastníky pomocí EVA:

$$\text{hodnota podniku netto} = C_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 ,$$

kde:

C₀ – investovaný kapitál (NOA) k datu ocenění,

T – počet let samostatně plánovaných EVA,

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál,

D₀ – úročené dluhy k datu ocenění,

A₀ – ostatní aktiva k datu ocenění (neoperační).

5.3 Tržní metody

Tržní metody jsou odvozeny z porovnávání podniků a aktiv na trhu. Udávají hodnotu, za kterou lze podnik/aktivum na trhu prodat. Damodaran (2014) nazývá tyto metody relativními. Nevýhodou tržních metod může být fakt, že trh s podniky nemusí být dostatečně obsáhlý, a tedy není dostatek dostupných dat pro srovnání. Kislingerová (2001, s. 242) říká, že tržní metody jsou standardizovány tím, že pro identifikaci podobných podniků jsou využívány společné proměnné (např. zisk, cash flow, účetní hodnota a další). Dále upozorňuje, že při aplikaci těchto metod je nutné po nalezení srovnatelného podniku převést jeho hodnotu do standardizovaného tvaru, nelze v žádném případě srovnat absolutní hodnoty podniků.

5.3.1 Metoda přímého ocenění z dat kapitálového trhu

Metoda kapitálového trhu se používá výhradně tehdy, pokud je oceňována akciová společnost, která má obchodované akcie na trhu. Mařík (2003, s. 267) uvádí, že je důležité znát tržní cenu akcií, ze které se vypočítá tržní kapitalizace. Hodnota tržní kapitalizace musí být upravena tak, že ceny akcií se průměrují za určité období. To se děje kvůli proměnlivosti trhu. Kdyby byla hodnota podniku stanovena pouze z aktuálních cen akcií, podnik by mohl mít naprosto odlišnou hodnotu zítra od té dnešní.

5.3.2 Metoda tržního porovnání

Metoda tržního porovnání může sloužit pro tržní ocenění podniků, které nemají akcie obchodované na trhu. Lze postupovat podle tří modelů, kde jeden srovnává podniky, druhý porovnává transakce a třetí metodou je využití odvětvových multiplikátorů. Tato metoda opět naráží na problém, že např. v České republice není dostatek obchodovaných podniků na trhu, proto může být nemožné podnik tímto způsobem ocenit (naopak v USA je tento trh rozvinutý a tržní metody ocenění lépe aplikovatelné).

5.3.3 Metoda odvětvových multiplikátorů

Podnik lze orientačně ocenit i na základě použití průměrných multiplikátorů odvětví. Databázi multiplikátorů sestavuje americký profesor A. Damodaran a zveřejňuje na svých stránkách (www.damodaran.com). Metoda odvětvových násobitelů není jako jiné tržní metody založena na porovnávání podobných podniků, ale zkoumání průměrů odvětví.

PRAKTICKÁ ČÁST

6 Letiště Praha, a. s.

Společnost Letiště Praha, a. s., vznikla v roce 2008 v rámci privatizace ze státního podniku Správa Letiště Praha, s.p., a v roce 2011 byla začleněna do holdingové struktury společnosti Český Aeroholding, a.s., která sdružuje společnosti, jejichž činnost souvisí s leteckou přepravou a provozem mezinárodního Letiště Václava Havla Praha. Jediným akcionářem společnosti Český Aeroholding, a.s., je stát reprezentovaný Ministerstvem financí ČR (Český Aeroholding, 2018).

Historie ruzyňského letiště sahá do roku 1929, kdy byla schválena jeho výstavba a v dubnu roku 1937 zahájen provoz. Letiště fungovalo jako civilní do roku 1945, ale v období 2. světové války sloužilo téměř výhradně k vojenským účelům. Po skončení války byl civilní provoz obnoven a letiště procházelo modernizačními úpravami. V roce 1968 byl otevřen nynější Terminál 1, v roce 1997 Terminál 3 a v roce 2005 Terminál 2. Poslední významnou změnou bylo přejmenování Letiště Praha Ruzyně v roce 2012 na Letiště Václava Havla.

Letiště Praha je největším českým mezinárodním letišťem, které patří mezi nejrychleji se rozvíjející letiště v Evropě ve své kategorii. V současné době disponuje Letiště Praha, a. s., čtyřmi terminály, kde T1 a T2 slouží pro běžnou leteckou přepravu, T3 pro charterové a soukromé lety a T4, který sídlí v původní budově z roku 1937, je využíván pro VIP a oficiální státní návštěvy. Ročně přepraví letiště přes 15 milionů cestujících a tato čísla stále narůstají. Letiště Praha zaměstnává cca 2 000 zaměstnanců a dalších více než 14 000 zaměstnávají firmy vázané na jeho provoz. Jako svou bázi využívají letiště Václava Havla letecké společnosti České aerolinie, Ryanair a Travel Service. Z Letiště Praha se lze dostat do 160 destinací se 70 dopravci (Letiště Praha, 2018).

Spolu s rychlým nárůstem poptávky po letecké dopravě na Letišti Václava Havla začínají být jeho kapacity naplněny, a proto je v plánu výstavba paralelní runwaye, rozšíření Terminálu 2 nebo například výstavba vyšší řídicí věže. Město Praha také plánuje nové vlakové spojení mezi letišťem a Masarykovým nádražím.

6.1 Základní údaje

Základní údaje o společnosti jsou dostupné na www.justice.cz.

Obchodní firma:	Letiště Praha, a. s.
Identifikační číslo:	282 44 532
Sídlo společnosti:	K Letišti 1019/6, Ruzyně, 161 00 Praha 6
Datum vzniku a zápisu:	6. února 2008
Právní forma:	akciová společnost
Základní kapitál:	2 512 227 100 Kč (splaceno 100%)
Jediný akcionář:	Český Aeroholding, a.s.

Obrázek 5: Logo Letiště Praha, a. s.



Zdroj: Letiště Praha, 2018, (online)

7 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy společnosti Letiště Praha, a. s., bude provedena analýza makroprostředí s využitím PEST analýzy a mikroprostředí za pomoci Porterova modelu pěti sil. Pomocí strategické analýzy bude zjištěn vnitřní a vnější potenciál společnosti.

7.1 Analýza makroprostředí

Analýza makroprostředí bude rozdělena do kategorií podle PEST analýzy, která byla popsána v teoretické části.

7.1.1 Politické a legislativní faktory

Nejdůležitějším faktorem, v rámci politických a legislativních faktorů pro podnikání, je politická situace země, ve které společnost podniká. Politická situace v České republice je stabilní, a tak splňuje základní předpoklad pro podnikání. Poté hraje v rámci politických a legislativních faktorů často největší roli daňová sazba. Zejména daň z příjmů právnických osob, kterou platí veškeré podnikatelské subjekty. Dále hrají roli i daně nepřímé, jako je daň z přidané hodnoty (DPH) a spotřební daň. Sazba daně z příjmů právnických osob je od roku 2010 ustálená na hodnotě 19 %. U DPH je nutno rozlišovat různé sazby – základní, první snížená a druhá snížená. Vývoj zmíněných daní je uveden v následující tabulce.

Tabulka 3: Sazba vybraných daní v ČR 2013-2018

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Daň z příjmů právnických osob	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
Základní DPH	21 %	21 %	21 %	21 %	21 %	21 %
První snížená DPH	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Druhá snížená DPH	-	-	10 %	10 %	10 %	10 %

Zdroj: vlastní zpracování dle www.aktualne.cz

Dalším významným faktorem jsou legislativní předpisy, které musí společnost dodržovat. Mezi nejdůležitější z nich patří občanský zákoník, zákon o obchodních korporacích nebo zákoník práce. Tyto a další předpisy se týkají všech společností působících v České republice. Dále lze uvést předpisy, týkající se pouze subjektů v leteckém odvětví. Hlavním předpisem v této oblasti je zákon o civilním letectví 49/1997 Sb. Pro Letiště Praha, a. s., je důležitá čtvrtá část tohoto zákona, která se týká letišť a leteckých staveb. Dále se musí řídit především nařízeními a směrnicemi Evropské unie. Zde jsou uvedeny vybrané směrnice a nařízení:

- Směrnice EP a Rady o poskytování služeb pozemního odbavení na letištích Společenství (96/67/ES)
- Nařízení Rady 95/93, kterým se stanoví společná pravidla pro přidělování volných letištních časů na letištích Společenství, změna nař. (ES) 793/2004
- Nařízení EP a Rady 216/2008 o společných pravidlech v oblasti civilního letectví a o zřízení Evropské agentury pro bezpečnost letectví (a násl.)

Dále se musí letiště řídit mezinárodními předpisy, které vycházejí z Chicagské úmluvy z roku 1944, a plnit požadavky organizací, jako je ICAO (Mezinárodní organizace pro civilní letectví), která vydává doporučené postupy, standardy, a především ICAO Annex (1–19) k Chicagské úmluvě. Tyto annexy jsou v ČR vydávány Ministerstvem dopravy jako letecké předpisy (L1 –L19). Taktéž je vyžadována úzká spolupráce s Úřadem pro civilní letectví, Úřadem pro odborné zjišťování příčin leteckých nehod, EASA (Evropská agentura pro bezpečnost letectví), EUROCONTROL a dalšími.

7.1.2 Ekonomické faktory

Mezi ekonomické faktory patří makroekonomický vývoj a situace v České republice. Jedná se o faktory, které mají vliv na fungování podniku, ale nejsou podnikem ovlivnitelné. Jedná se o vývoj hrubého domácího produktu (HDP), vývoj inflace, průměrných mezd a nezaměstnanosti.

Hrubý domácí produkt

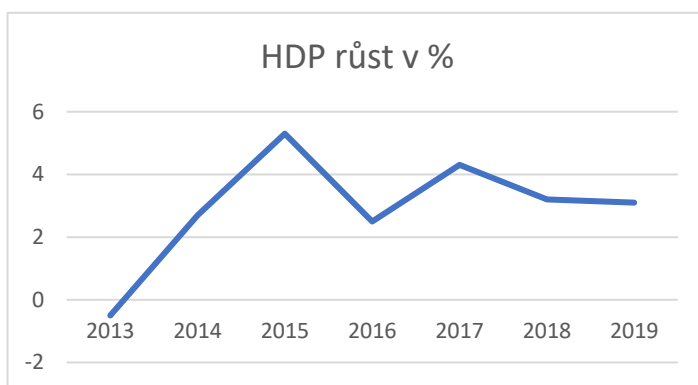
HDP je nejpoužívanějším ukazatelem pro stanovení ekonomické výkonnosti země. Je součtem všech nově vytvořených statků a služeb na daném území za určité období.

Tabulka 4: HDP pro Českou republiku výdajovou metodou v letech 2013-2019

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	P 2018	P 2019
HDP (v mld. Kč)	4 098	4 314	4 596	4 768	5 045	5 300	5 589
HDP růst v %	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,3	3,2	3,1

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.mfcr.cz

Obrázek 6: Růst HDP v letech 2013-2019



Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.mfcr.cz

Inflace

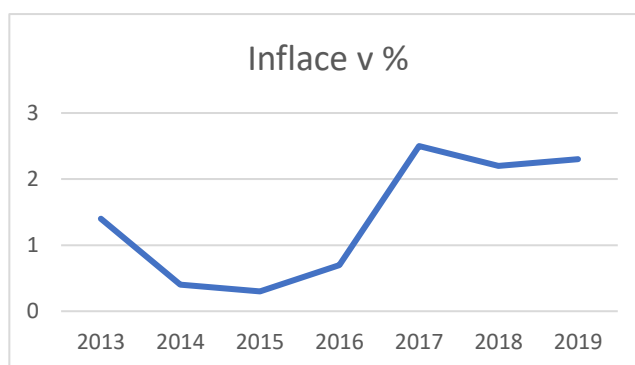
Inflace je měřena například indexem spotřebitelských cen a znamená snížení kupní síly peněz. V České republice inflaci koriguje ČNB pomocí úrokové míry. Její optimální hodnota byla stanovena na 2 % \pm 1 %. Pokud inflace nebude překračovat tuto stanovenou hodnotu, ekonomika bude nadále růst a budou se zvyšovat mzdy, nebude hrozit snižování kupní síly peněz. Naopak, když dochází k deflaci, je negativně ovlivněna poptávka, klesá spotřeba, roste nezaměstnanost a dochází k poklesu HDP.

Tabulka 5: Vývoj míry inflace v letech 2013-2019

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	P 2018	P 2019
Inflace v %	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,2	2,3

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.mfcr.cz

Obrázek 7: Vývoj míry inflace v letech 2013-2019



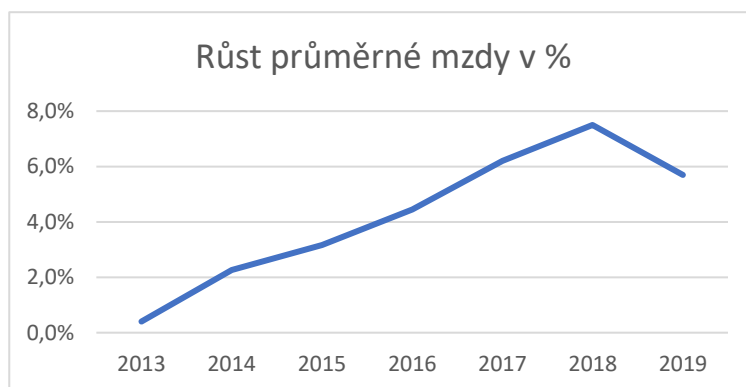
Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.mfcr.cz

Jak lze vidět v grafu, do roku 2015 docházelo k poklesu inflace a hodnoty nedosahovaly ani 1 %. V roce 2016 a 2017 se míra inflace navýšila a na následující roky 2018-2019 je predikovaná hodnota celkem ustálená, mírně nad 2 %. Pokud se ČNB podaří držet tuto míru inflace, neměla by mít závažný vliv na fungování a výsledky společnosti Letiště Praha, a. s.

Průměrné mzdy

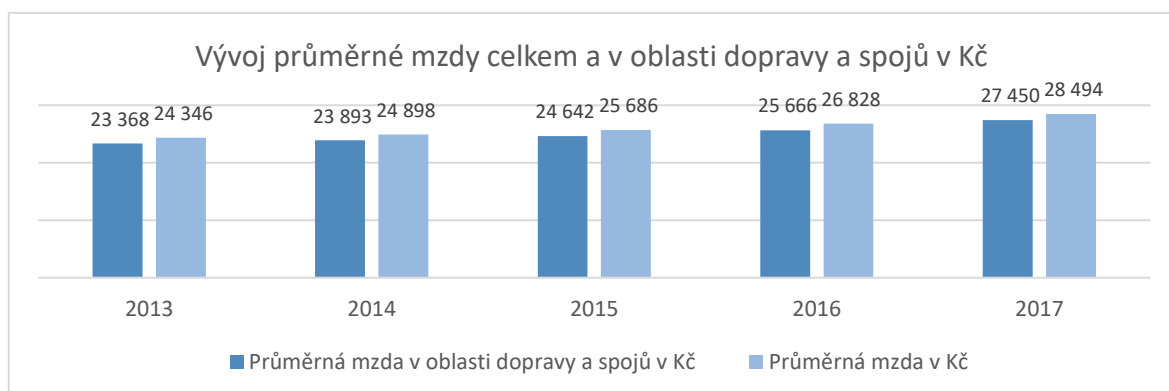
Průměrné mzdy po celé sledované období rostou. Největší nárůst byl zaznamenán v roce 2017 a ještě větší je očekáván v roce 2018. Tento růst mezd vysoce převyšuje růst inflace, a proto bude mít pozitivní dopad na spotřebu obyvatel a lze očekávat vyšší poptávku po letecké dopravě. Zároveň lze pozorovat, že mzdy v odvětví letecké dopravy jsou nižší než průměr.

Obrázek 8: Vývoj průměrné mzdy v letech 2013-2019



Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.mpsv.cz

Obrázek 9: Vývoj průměrné mzdy v letech 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.czso.cz

Nezaměstnanost

Nezaměstnanost klesá od počátku sledovaného období ze 7 % až na predikovanou hodnotu 2,3 %. To jsou velice nízké hodnoty, které mohou negativně ovlivnit společnost Letiště Praha, a. s. Díky nízké nezaměstnanosti je větší problém sehnat zaměstnance a navíc mají zaměstnanci větší vyjednávací sílu, což se týče výše mezd a dalších benefitů, které zvyšují podniku náklady. Také se snižuje ochota lidí za práci dojíždět, když mohou lehce sehnat zaměstnání v okolí bydliště, což je vzhledem k poloze letiště taktéž problém. Další pokles by mohl být pro letiště neudržitelný, jelikož na svůj provoz potřebuje minimálně 2 000 zaměstnanců a velká část z nich musí splňovat určitá kritéria, mezi která patří znalost anglického jazyka a čistý trestní rejstřík pro získání osvědčení pro pohyb za bezpečnostní kontrolou. To platí i pro

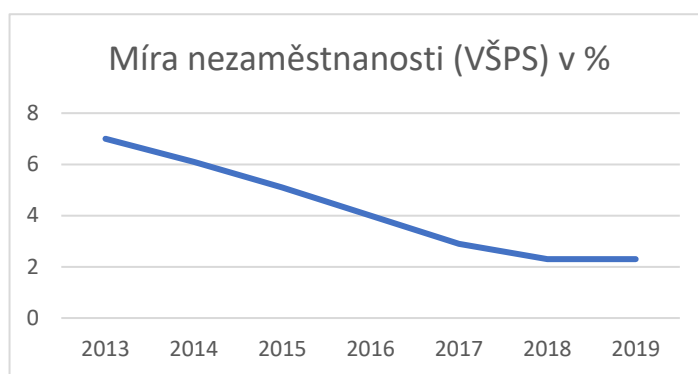
jinak nekvalifikované pracovníky, což spolu s nízkou nezaměstnaností ztěžuje získávání zaměstnanců.

Tabulka 6: Vývoj nezaměstnanosti v letech 2013-2019

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	P 2018	P 2019
Míra nezaměstnanosti (VŠPS) v %	7	6,1	5,1	4	2,9	2,3	2,3

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.mfcr.cz

Obrázek 10: Vývoj míry nezaměstnanosti v letech 2013-2019



Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.mfcr.cz

7.1.3 Sociální a demografické faktory

Letecká doprava je nejrychleji rostoucím typem dopravy po celém světě. To souvisí se zlepšováním životní úrovně a zvyšováním mezd obyvatel, kteří si mohou dovolit leteckou dopravu využívat. Na rapidní nárůst poptávky po letecké přepravě má vliv také rozvoj nízkonákladových společností a snižování cen letenek, takže se stává dostupnější pro větší část obyvatel. Významnou roli hraje i změna životního stylu, kde cestování a poznávání světa hraje významnou roli především u mladých lidí.

Tabulka 7: Počet přepravených cestujících v letech 2013-2018 na Letišti Václava Havla

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	P 2018
Počet odbavených cestujících	10 974 196	11 149 926	12 030 928	13 074 517	15 415 001	17 000 000

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.prg.aero a www.flying-revue.cz

7.1.4 Technologické faktory

Technologické faktory velmi významně ovlivňují společnost Letiště Praha, a. s., která musí provádět technologické inovace tak, aby byla schopna uspokojit celosvětový rozvoj letecké dopravy a mohla bez problémů poskytovat zázemí nejnovějším letadlům. Některé investice do technologického rozvoje jsou nevyhnutelné, jedná se

např. o investice do bezpečnostních zařízení nebo navyšování kapacity. V červnu roku 2018 bylo například otevřeno zcela nové stanoviště bezpečnostní kontroly na Terminálu 2, aby bylo možné odbavit narůstající počet cestujících.

Pražské letiště má v plánu velké technologické investice, jako je výstavba nové paralelní runwaye, pořízení nových kombinovaných letadlových stojánek a stavbu vyšší řídicí věže. Taktéž usiluje o možnost odbavení cestujících do USA už v Praze (tzv. preclearance), kdy by imigrační úředníci kontrolovali cestující ještě na území ČR a letadla v USA přistávala již ve vnitrostátním režimu bez imigračních kontrol. K tomu bude zapotřebí provést technologické inovace zařízení (Caufourek, 2018).

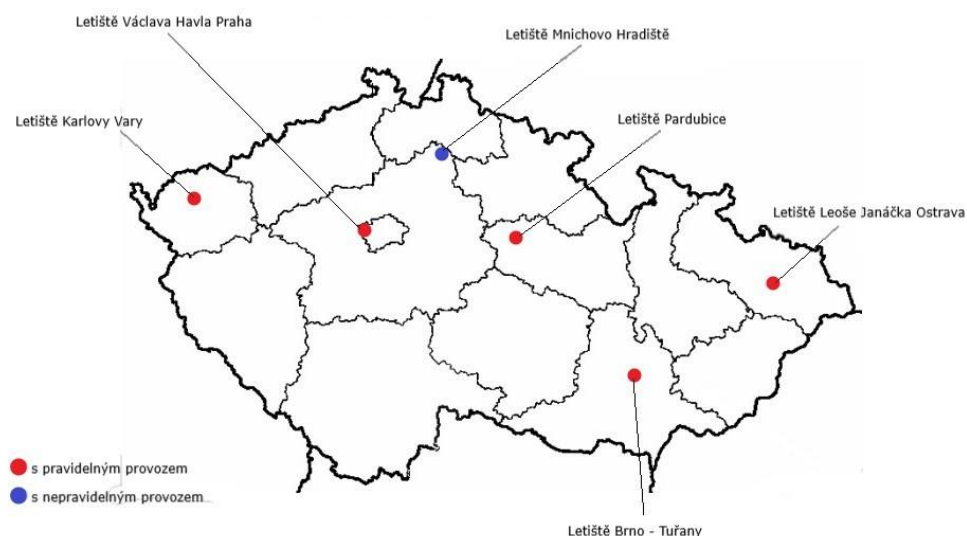
7.2 Analýza mikroprostředí

Analýzu mikroprostředí podniku Letiště Praha, a. s., provádíme pomocí Porterova modelu pěti sil. Analýza mikroprostředí zkoumá okolní vlivy odvětví, ve kterém společnost podniká. Tyto vlivy může společnost na rozdíl od makroprostředí ovlivnit.

7.2.1 Analýza trhu

Než přistoupíme k analýze pomocí Porterova modelu pěti sil, provedeme analýzu trhu jako celku. Trh letecké dopravy je potřeba analyzovat na národní i mezinárodní úrovni. Pokud chceme porovnávat letiště na území České republiky, zjistíme, že Letiště Praha nemá téměř žádné konkurenty. V České republice funguje šest mezinárodních letišť, z toho pouze pět zabezpečuje pravidelný provoz (Aeroweb, 2018). Odvětví letecké dopravy je proto velice konsolidované.

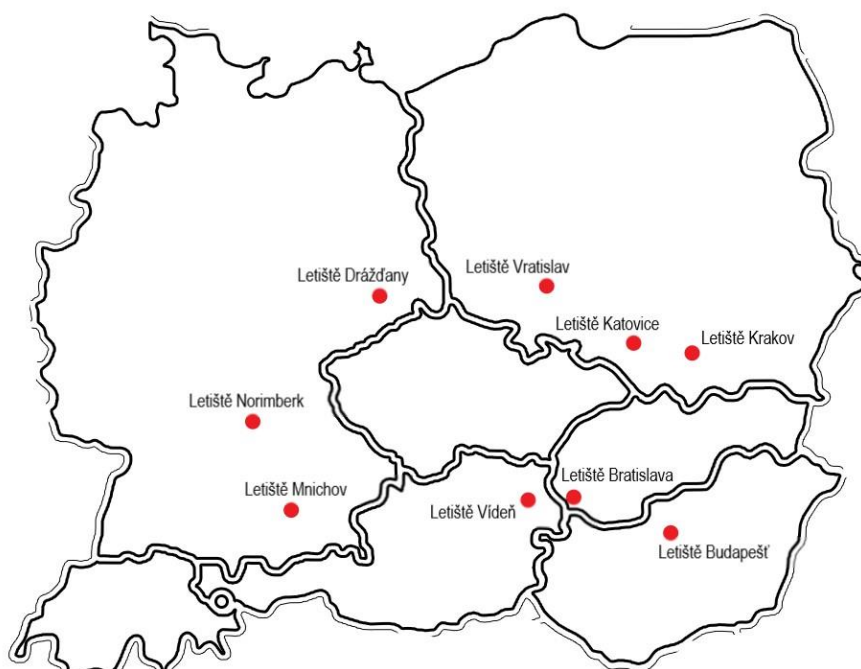
Obrázek 11: Mapa veřejných mezinárodních letišť v České republice



Zdroj: vlastní zpracování

Díky nedostatku srovnatelné konkurence je mnohem relevantnější pohled na trh mezinárodní. Mezi mezinárodními letišti v okolních zemích lze spatřit mnohem větší konkurenty, pokud budeme srovnávat podle počtu přepravených cestujících. V obrázku 12 jsou znázorněna mezinárodní letiště okolních států, která jsou nejčastěji volena českými cestujícími jako alternativa k letišťům národním.

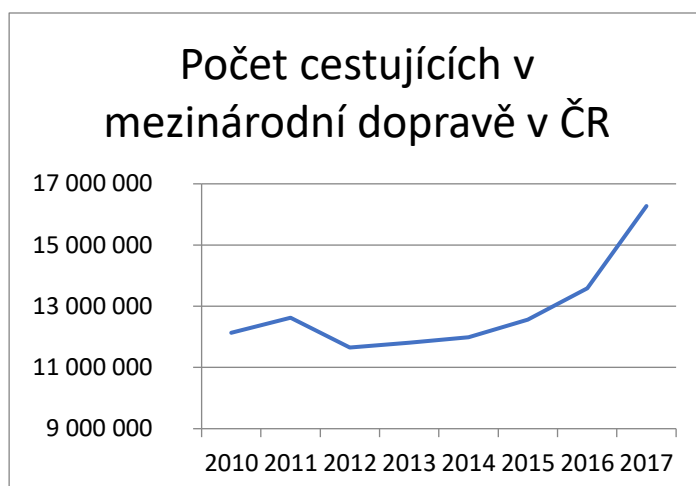
Obrázek 12: Vybraná mezinárodní letiště v okolí České republiky



Zdroj: vlastní zpracování

Poptávka po letecké dopravě v posledních letech strmě roste. Počet přepravených osob na letištích v České republice vzrostl mezi roky 2016 a 2017 o 2,34 milionu, což je více než 20 % a samotné Letiště Praha predikuje, že v roce 2018 bude nárůst představovat minimálně dalších 1,6 milionu cestujících navíc (10% růst oproti 2017). Není třeba se obávat nedostatku poptávky.

Obrázek 13: Počet cestujících v letecké mezinárodní dopravě v ČR v letech 2010-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.ceskovdatech.cz

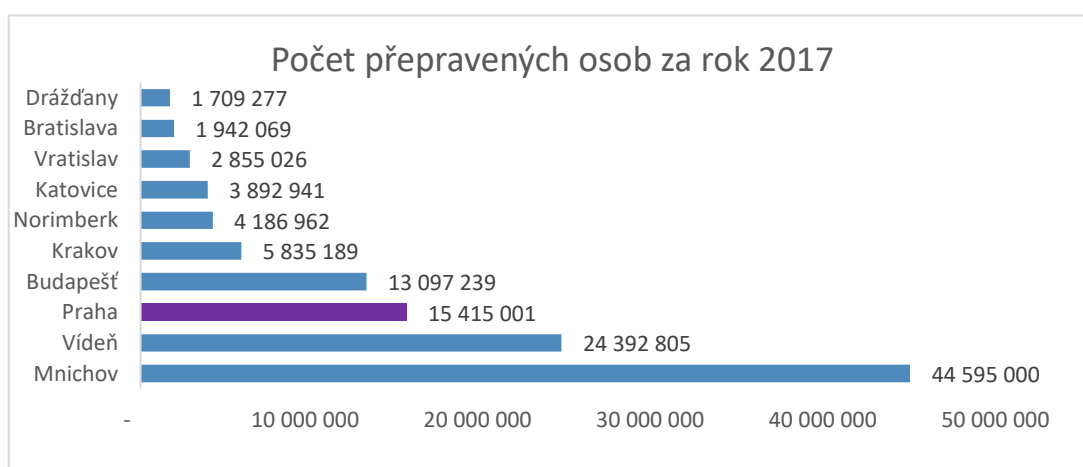
7.2.2 Porterův model pěti sil

V rámci Porterova modelu pěti sil zkoumáme pět různých vlivů, působících na fungování společnosti Letiště Praha, a. s. Tyto síly jsou děleny na nově vstupující konkurenty, konkurenční prostředí mezi stávajícími podniky, vyjednávací sílu odběratelů a dodavatelů a hrozbu substitučních výrobků a služeb.

Konkurenční prostředí mezi stávajícími podniky

Nejvýznamnější z pěti analyzovaných sil je pro Letiště Praha stávající konkurence. Mezi jeho konkurenty se řadí větší mezinárodní letiště v okruhu cca 300 km a některá vzdálenější, jako např. Budapešť, která má ale z České republiky výbornou dopravní dostupnost pozemními dopravními prostředky.

Obrázek 14: Počet přepravených osob v roce 2017 na vybraných letištích



Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z webových stránek jednotlivých letišť

Z grafu je vidět, že nejbližší je Letišti Praha počtem přepravených osob Budapešť, která je sice od Prahy nejbližší, ale vyznačuje se dobrou dostupností autobusovými linkami, a pro obyvatele žijící na Moravě není ve vzdálenosti takový rozdíl. Další výhodou budapešťského letiště je nabídka nízkonákladových letů do mnoha destinací, jelikož zde má svou domovskou bázi maďarský nízkonákladový dopravce Wizz Air Hungary Ltd. Z těchto důvodů je využívání letiště v Budapešti českými cestujícími oblíbené.

Konkurentem, který má mnohem větší počty přepravených osob, je Letiště Vídeň. Vídeň konkuruje Praze z důvodu své polohy a dostupnosti pro obyvatele Jihomoravského kraje. Dalším důvodem je větší kapacita, díky které může nabídnout více destinací nebo větší frekvenci letů.

V rámci nízkonákladových letů konkurují Praze polská letiště, která jsou menší, ale zároveň levnější pro aerolinky, proto jsou využívána zejména nízkonákladovými dopravci. Ti jsou schopni nabízet levnější letenky, a přilákat tak více *low cost* cestovatelů. Krakov a Katovice mají opět výhodu polohy, která je zvláště příhodná pro obyvatele Moravskoslezského kraje.

Nově vstupující konkurenti

V odvětví letecké dopravy jsou jedny z nejvyšších vstupních bariér, a tak je velice pravděpodobné, že nedojde k vytvoření nového letiště v okolí Prahy, které by disponovalo podobnou kapacitou. Jedinou možností vstupu nového konkurenta by bylo posílení např. některého menšího letiště, které zatím za konkurenci považované není. Je to ale podobná situace jako u vzniku úplně nového letiště. Enormně vysoké náklady na zvýšení kapacity menších letišť zajišťují, že se Letiště Václava Havla Praha nemusí nových konkurentů příliš obávat.

Vyjednávací síla odběratelů

Jako odběratele lze označit dvě skupiny zákazníků letiště – cestující a aerolinky. Pokud jde o vyjednávací sílu cestujících, ta je vázaná na letiště nepřímo. Letiště získává cestující jako zákazníky prostřednictvím aerolinek, u kterých si musí nejprve koupit letenku. Jejich vyjednávací síla tedy nehraje vážnou roli a lze ji ovlivnit pouze nepřímo přes aerolinky.

Aerolinky jsou hlavními zákazníky letiště, kteří přinášejí tržby za využívané služby. Dohromady na pražském letišti operuje přes 65 aerolinek (včetně cargo aerolinek) (Letiště Praha, 2018). Letiště Praha zveřejňuje platný ceník na každý rok včetně všech jednotlivých poplatků. Tyto poplatky se odvíjí od MTOW (Maximum Take-Off Weight) konkrétního letadla, přiděleného slotu nebo od počtu cestujících. Není zde žádný prostor pro vyjednávání. Zároveň letiště nabízí výhodné nabídky a slevy aerolinkám, které chtějí létat do nových destinací nebo navýšit frekvenci letů, do některé stávající. Například při zavedení nové linky do doposud nelétané destinace mají aerolinky

nárok na slevu z přistávacích poplatků i z poplatku za použití letiště cestujícími (Letiště Praha, 2018).

Za odběratele mohou být považováni i nájemci nebytových prostor na Letišti Václava Havla Praha. Ti však také nemají silnou vyjednávací pozici a na pronájem obchodních nebo kancelářských prostor se vypisují výběrová řízení.

Vyjednávací síla dodavatelů

Letiště Praha poskytuje zákazníkům celou řadu služeb, ale minimum z nich je spojeno s konkrétními hmotnými vstupy. Za hlavní vstupy, které jsou stálé, lze považovat energie potřebné k provozu a pracovní sílu. Nárazové vstupy, jako např. stavební práce jsou zajišťované dodavateli na základě výběrového řízení. Výběrová řízení na dodavatele jsou vypisována na všechny nákup hmotného majetku či práce, které není společnost schopna zajistit vnitropodnikově.

Z hlediska vyjednávací síly dodavatelů energií zde není moc velký prostor pro vyjednávání, jelikož se vše řídí podle zákona. Např. dodávka elektřiny musí být v souladu se zákonem č.458/2000 Sb., o podmínkách podnikání a o výkonu státní správy v energetických odvětvích a o změně některých zákonů (energetický zákon).

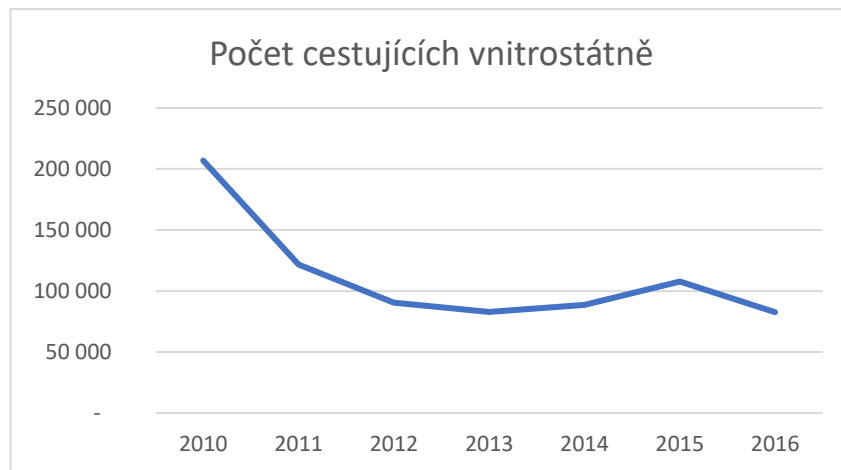
Dodavatelé práce jsou zaměstnanci Letiště Praha, a. s., kteří mají čím dál větší vyjednávací sílu, díky nízké nezaměstnanosti. To kopíruje celorepublikový trend, popsáný v kapitole makroekonomické analýzy.

Hrozba substitučních výrobků a služeb

Za substituty k letecké dopravě by se daly označit ostatní typy dopravy: železniční, autobusová, automobilová a lodní.

Za největší hrozbu lze označit železniční dopravu. Ta dlouhodobě ohrožuje vnitrostátní leteckou přepravu, jelikož dochází ke zrychlování vlaků a ke zvyšování komfortu v nich (např. wi-fi připojení), a tak je časově i finančně výhodnější cestovat po České republice vlakem, místo využití běžných komerčních aerolinek. Jak je vidět z grafu níže, počet cestujících, využívající vnitrostátní leteckou dopravu, dlouhodobě klesá.

Obrázek 15: Vývoj vnitrostátní letecké dopravy 2010-2016



Zdroj: vlastní zpracování dle dat z www.ceskovdatech.cz

Dalším pravděpodobným substitutem, který by mohl ohrozit lety na krátkou vzdálenost, je silniční doprava. Do většiny velkých evropských měst lze cestovat přímou autobusovou linkou několikrát denně, a tak může pražské letiště ztrácet zákazníky, pro které je důležitější cena než čas a komfort cestování. To samé platí pro sdílené cesty osobním automobilem.

Na oba tyto trendy reaguje Letiště Praha, a. s., soustředěním se především na dálkové lety a nabídku nových přímých linek do vzdálenějších destinací. V letním letovém řádu na rok 2018 se nově objevila dálková spojení např. do americké Filadelfie, gruzínského Kutaisi a přibyly další linky do čínských měst (Letiště Praha, 2018).

8 Finanční analýza

V kapitole finanční analýzy bude provedena analýza nejprve absolutních ukazatelů, poté poměrových ukazatelů a na závěr analýza čistého pracovního kapitálu a zhodnocení finančního zdraví společnosti Letiště Praha, a. s.

8.1 Absolutní ukazatele

V rámci kapitoly absolutních ukazatelů bude provedena horizontální i vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty a závěrem vyhodnoceno dodržení bilančních pravidel.

8.1.1 Horizontální analýza

V horizontální analýze zkoumáme vývoj jednotlivých položek rozvahy a výsledovky v čase. V následujících tabulkách jsou pro přehlednost uvedeny nejvýznamnější položky aktiv a pasiv z rozvahy a důležité položky výkazu zisku a ztráty.

Horizontální analýza rozvahy

Nejprve přistoupíme k analýze aktiv. K analýze jsou vybrány nejvýznamnější položky aktiv z hlediska jejich změny či důležitosti pro podnik. Horizontální analýza je provedena v prvním případě podílovou metodou, která zobrazuje relativní změnu oproti předešlému roku a ve sloupcích napravo je znázorněna absolutní změna v tisících Kč.

Tabulka 8: Horizontální analýza aktiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

Horizontální analýza aktiv	podílová				absolutní (v tis. Kč)			
	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
AKTIVA CELKEM	1,02	1,06	1,06	1,23	85 334	256 366	301 449	1 175 299
Dlouhodobý majetek	1,02	1,01	1,09	1,12	47 937	26 481	202 683	284 012
Dlouhodobý nehmotný majetek	1,30	1,79	1,31	1,11	2 775	9 542	6 591	3 052
Dlouhodobý hmotný majetek	1,02	1,01	1,09	1,12	45 162	16 939	196 092	280 960
Stavby	1,11	1,15	1,21	1,19	80 564	119 260	197 333	220 027
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	0,92	0,97	0,93	1,01	- 103 597	- 33 670	- 80 686	14 556
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1,96	0,51	2,13	1,31	68 195	- 68 651	79 445	46 377
Oběžná aktiva	1,00	1,11	1,04	1,36	6 670	223 913	95 468	819 098
Zásoby	0,95	1,08	1,14	1,01	- 18 134	28 404	54 087	3 886
Materiál	0,73	0,85	0,90	0,87	- 13 720	- 5 525	- 3 145	- 3 633
Nedokončená výroba a polotovary	0,99	1,10	1,16	1,02	- 1 688	33 313	56 683	6 870
Krátkodobé pohledávky	0,76	1,11	1,08	1,22	- 206 828	76 292	57 124	173 328
Pohledávky z obchodních vztahů	0,79	1,14	1,06	1,23	- 150 984	79 154	37 626	156 748
Stát - daňové pohledávky	0,37	0,76	2,59	1,11	- 62 643	- 8 848	45 133	8 002
Krátkodobý finanční majetek	1,34	1,13	0,98	1,63	231 632	119 217	- 15 851	641 884
Časové rozlišení	1,23	1,01	1,01	1,16	82 788	5 972	3 298	72 189

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

V tabulce lze vidět, že aktiva společnosti stabilně rostla bez větších výkyvů až do roku 2016. V roce 2017 zaznamenala společnost 23% nárůst aktiv. Rostl dlouhodobý majetek hmotný i nehmotný, ale jak lze vidět v absolutních číslech, vliv nehmotného majetku není vzhledem k jeho výši tolik významný jako vliv dlouhodobého hmotného majetku. Společnost investovala do staveb, což tvořilo růst 21 % v roce 2016 a 19 % v roce 2017. Naopak se až do předposledního roku snižovala hodnota samostatných movitých věcí a jejich souborů. Tato položka skrývá nejčastěji stroje a zařízení.

V posledním roce rapidně vzrostla především oběžná aktiva, a to o celých 36 %. Na tomto růstu se oproti předchozím rokům téměř nepodílely zásoby, u kterých klesala položka materiálu a nárůst nedokončené výroby a polotovarů klesl z 16 % na 2 %. Oběžná aktiva rostou především z důvodu růstu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů, které ve sledovaném období mírně kolísaly, ale v roce 2017 zrychlil jejich růst z 6 % na 22 %. Extrémní růst v posledním roce lze zaznamenat u krátkodobého finančního majetku, kde společnost kumuluje na účtech v bankách o 63 % více než v roce 2016, to je 641 884 tis. Kč nárůst.

V další tabulce je zobrazena analýza vybraných pasiv, která je opět členěna do dvou částí – poměrové a absolutní.

Tabulka 9: Horizontální analýza pasiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

Horizontální analýza pasiv	podílová				absolutní (v tis. Kč)			
	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
Období								
PASIVA CELKEM	1,02	1,06	1,06	1,23	85 334	256 366	301 449	1 175 299
Vlastní kapitál	1,04	1,08	1,06	1,24	143 770	286 265	223 790	996 186
Základní kapitál	1,00	1,00	1,00	1,00	-	-	-	-
Výsledek hospodaření minulých let	-	-	-	-	614,00	-	-	609 640
Cizí zdroje	0,92	1,05	1,08	1,19	- 69 358	41 378	69 417	166 710
Rezervy	1,47	1,07	0,92	1,45	30 720	6 288	- 7 778	42 548
Dlouhodobé závazky	1,00	1,00	1,10	1,10	- 247	- 777	21 365	24 052
Krátkodobé závazky	0,83	1,08	1,11	1,18	- 99 831	35 867	55 830	100 110
Závazky z obchodních vztahů	0,66	0,86	1,30	1,27	- 120 680	- 32 823	61 380	70 446
Závazky k zaměstnancům	0,99	0,91	1,09	1,05	- 398	- 5 396	4 905	2 835
Časové rozlišení	1,09	0,45	1,14	1,19	10 922	- 71 277	8 242	12 403

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

V řádku pasiv lze vidět stejný vývoj jako u aktiv. Dochází ke zvedání vlastního kapitálu o 24 % v posledním roce, přičemž základní kapitál se za celé sledované období nemění. Nárůst vlastního kapitálu je způsoben rostoucím výsledkem hospodaření, který je obsažen i ve výkazu zisku a ztráty. Vlastní kapitál byl navýšen v roce 2017 o 609 640 tis. Kč výsledkem hospodaření minulých let, který byl v předchozích letech nulový a také výsledkem aktuálního období. Cizí zdroje společnosti rostou méně než vlastní kapitál. V posledním roce dosahoval růst cizích zdrojů 19 %. Společnost navyšovala rezervy, a to především rezervu na daň z příjmu. Dlouhodobé závazky společnosti za sledované období příliš nerostly, a to z důvodu financování hlavně vlastním kapitálem. Růst byl zaznamenán i u krátkodobých závazků, u kterých rostly závazky z obchodních vztahů o 30 a 27 % v posledních letech. Naopak hodnota

položky závazků k zaměstnancům na začátku sledovaného období klesala a poté stoupala pouze mírně.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

V tabulce horizontální analýzy vybraných položek výkazu zisku a ztráty společnosti Letiště, a. s., jsou, stejně jako v předešlých tabulkách, údaje o meziroční změně hodnot podílové a absolutní změny v tis. Kč.

Tabulka 10: Horizontální analýza VZZ společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

Horizontální analýza výsledovky	podílová				absolutní (v tis. Kč)			
	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
Období								
Výkony	1,03	1,05	1,09	1,14	187 725	292 546	510 933	885 883
Výkonová spotřeba	0,98	0,99	1,05	1,07	- 59 148	- 17 815	123 892	199 063
Spotřeba materiálu a energie	0,84	0,96	1,04	0,99	- 81 345	- 16 400	17 715	- 4 677
Služby	1,01	1,00	1,05	1,08	22 197	- 1 415	106 177	203 740
Přidaná hodnota	1,09	1,11	1,12	1,19	246 063	311 362	391 977	683 900
Osobní náklady	0,96	0,98	1,14	1,14	- 42 988	- 26 307	151 170	166 943
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,98	0,88	0,88	1,26	- 1 257	- 7 598	- 6 539	12 297
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,96	0,80	0,94	1,17	- 2 315	- 10 839	- 2 618	6 964
Provozní výsledek hospodaření	1,22	1,26	1,16	1,24	254 237	362 503	279 489	491 541
Finanční výsledek hospodaření	1,84	0,31	- 0,07	35,47	6 812	- 10 271	- 4 949	- 10 480
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,23	1,23	1,14	1,23	53 927	65 967	50 750	94 515
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	1,22	1,25	1,16	1,23	207 122	286 265	223 790	386 546
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	1,22	1,25	1,15	1,23	261 049	352 232	274 540	481 061

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Z výkazu zisku a ztráty byla z tržeb vybrána položka výkonů, které jsou pro společnost stěžejní. Její výkony ve sledovaném období vzrostly v součtu o 1 877 087 tis. Kč, kdy největší nárůst tvořilo 14 % v roce 2017. Výkonová spotřeba na rozdíl od výkonů klesala, a poté rostla cca o polovinu méně než výkony, tj. 7 % v posledním roce. Společnosti se podařilo, až na jeden rok, trvale snižovat spotřebu materiálu a energie. Spolu s růstem výkonů a tržeb rostly společnosti i osobní náklady, které tvořily v letech 2016 i 2017 14% nárůst. Z dalších položek lze vidět, že se společnost v posledním roce zbavovala dlouhodobého majetku.

Provozní výsledek hospodaření společnosti trvale rostl, a to průměrně o 22 %, což v absolutních číslech tvoří cca 347 000 tis. Kč. Co se týče finančního výsledku hospodaření, ten zaznamenal pokles a dokonce vykazoval záporné hodnoty, ale na pohled je vidět, že nabývá natolik nízkých hodnot, které vážně neohrožují celkový výsledek hospodaření za účetní období, který roste průměrně o 21 %.

Obrázek 16: Vývoj tržeb a EAT společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

8.1.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza se zabývá rozborem rozvahy a výkazu zisku a ztráty z pohledu vztahu všech ostatních položek k jedné vybrané položce. Nejčastěji se uvádí podíl na aktivech nebo podíl na celkových tržbách, příp. výkonech. Pro přehlednost jsou uváděny zkrácené výkazy, jejich plná podoba je uvedena jako příloha této práce.

Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza aktiv společnosti Letiště Praha, a. s., je zkrácená na nejvýznamnější položky a obsahuje procentuální podíl jednotlivých položek aktiv na celkových aktivech.

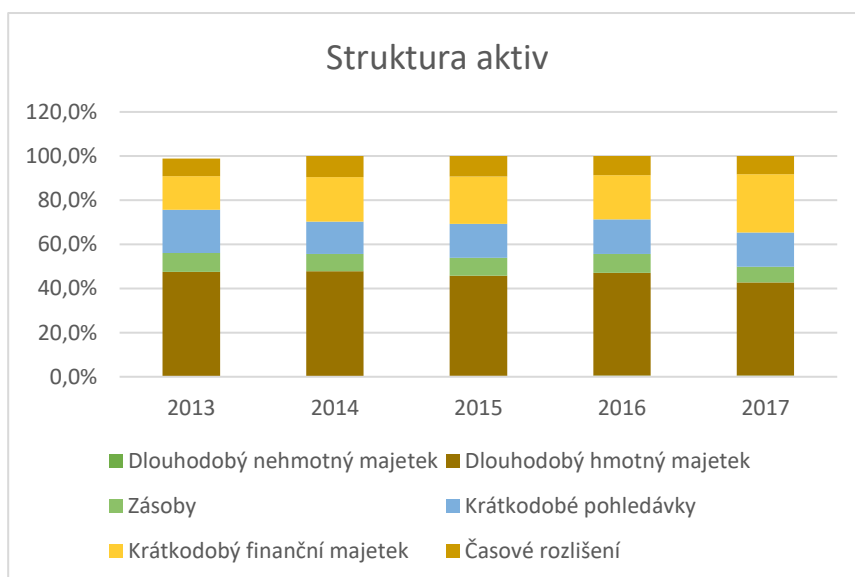
Tabulka 11: Vertikální analýza aktiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

Vertikální analýza aktiv	Období				
	2013	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlouhodobý majetek	47,6%	47,8%	45,8%	47,0%	42,8%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%
Dlouhodobý hmotný majetek	47,4%	47,5%	45,3%	46,5%	42,3%
Stavby	16,3%	17,8%	19,3%	22,0%	21,4%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	29,5%	26,7%	24,6%	21,6%	17,8%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1,6%	3,0%	1,5%	2,9%	3,1%
Oběžná aktiva	43,3%	42,7%	45,0%	44,3%	49,0%
Zásoby	8,5%	7,9%	8,1%	8,7%	7,1%
Materiál	1,1%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%
Nedokončená výroba a polotovary	7,2%	7,1%	7,4%	8,0%	6,7%
Krátkodobé pohledávky	19,5%	14,6%	15,4%	15,6%	15,5%
Pohledávky z obchodních vztahů	16,0%	12,4%	13,3%	13,3%	13,3%
Stát - daňové pohledávky	2,2%	0,8%	0,6%	1,4%	1,3%
Krátkodobý finanční majetek	15,3%	20,1%	21,5%	19,9%	26,4%
Časové rozlišení	7,9%	9,6%	9,2%	8,7%	8,2%

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Z vertikální analýzy aktiv je vidět, že na celkových aktivech se podílí největší měrou dlouhodobý majetek a z poloviny oběžná aktiva. Až do posledního roku mírně převažoval dlouhodobý majetek, který je tvořen především dlouhodobým hmotným majetkem. Při pohledu na strukturu dlouhodobého hmotného majetku zjistíme, že společnost investuje do staveb, u kterých podíl na aktivech roste. Drobný pokles dlouhodobého majetku je způsoben klesajícím podílem samostatných movitých věcí a jejich souborů. Oběžná aktiva jsou složena ze zásob, krátkodobých pohledávek, krátkodobého finančního majetku a časového rozlišení. Největší podíl na oběžných aktivech má krátkodobý finanční majetek (15-26 % z celkových aktiv), který společnost zadržuje na bankovních účtech, což není úplně neefektivnější. Druhou největší položkou oběžných aktiv jsou krátkodobé pohledávky, které se na aktivech podílí cca z 15 %. V položce zásob vidíme, že je skoro celá tvořena nedokončenou výrobou a polotovary a materiál se podílí jen v minimální míře.

Obrázek 17: Vývoj struktury aktiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

V následující tabulce je zobrazena vertikální analýza pasiv společnosti Letiště Praha, a. s. Do tabulky jsou vybrány pouze nejdůležitější položky pasiv. Podíl jednotlivých položek je vztažen k hodnotě celkových aktiv, resp. pasiv.

Tabulka 12: Vertikální analýza pasiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

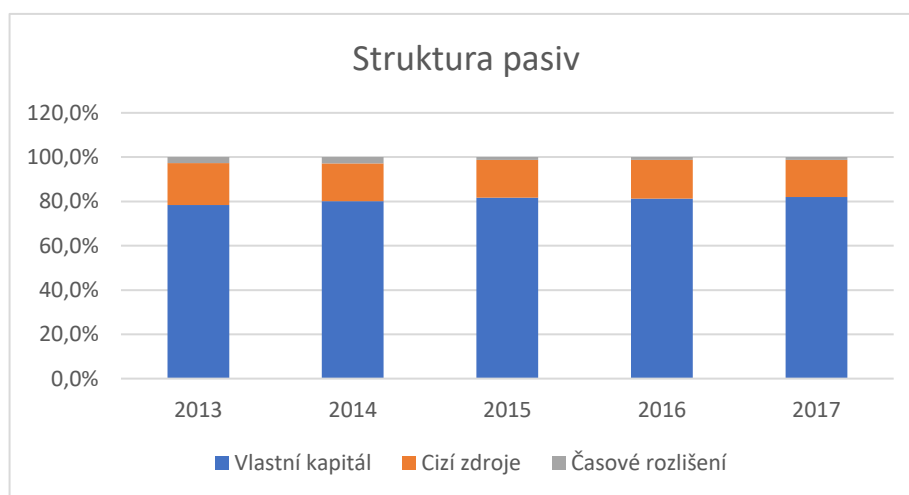
Vertikální analýza pasiv	Období				
	2013	2014	2015	2016	2017
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	78,4%	80,1%	81,7%	81,3%	81,9%
Základní kapitál	56,0%	54,9%	52,0%	48,9%	39,8%
Výsledek hospodaření minulých let	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,7%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	21,0%	25,1%	29,7%	32,3%	32,4%
Cizí zdroje	19,0%	17,1%	17,1%	17,4%	16,8%
Rezervy	1,5%	2,1%	2,1%	1,8%	2,2%
Dlouhodobé závazky	4,8%	4,7%	4,4%	4,6%	4,1%
Krátkodobé závazky	12,8%	10,4%	10,6%	11,0%	10,6%
Závazky z obchodních vztahů	7,9%	5,2%	4,2%	5,2%	5,3%
Závazky k zaměstnancům	1,3%	1,3%	1,1%	1,1%	0,9%
Časové rozlišení	2,6%	2,8%	1,2%	1,3%	1,2%

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Na první pohled je z tabulky pasiv zřetelné, že společnost k financování využívá z cca 80 % vlastní kapitál. To značí velice konzervativní přístup k financování, který je sice bezpečný, ale ne nejefektivnější. Společnost tak nevyužívá výhod finanční páky. Vlastní kapitál je tvořen především základním kapitálem, který zůstává stále stejný, ale jeho podíl se na rostoucích pasivech zmenšuje z 56 % až na 40 %. Co naopak přibylo až v posledním roce, je zadržovaný zisk z minulých let hospodaření. Ten tvoří v roce 2017 necelých 10 % pasiv. Zbytkový podíl vlastního kapitálu tvoří výsledek hospodaření za běžné účetní období, který bude zobrazen ve výsledovce.

Cizí zdroje tvoří pouze cca 17 % celkových pasiv. Jak už bylo řečeno, společnost nevyužívá k financování dlouhodobé úvěry, a tak položka dlouhodobých závazků dosahuje konstantně nízkých hodnot (4,1-4,8 %) a je tvořena závazky z obchodních vztahů a odloženým daňovým závazkem. Krátkodobé závazky společnosti mají podíl na pasivech okolo 11 % a tvoří je hlavně závazky z obchodních vztahů a v menší míře závazky k zaměstnancům.

Obrázek 18: Struktura pasiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Ve vertikální analýze výkazu zisku a ztráty jsou vybrané položky výsledovky vztaženy k tržbám z provozu. Tržby z provozu byly určeny jako součet výkonů a tržeb za prodej zboží.

Tabulka 13: Vertikální analýza VZZ společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

Vertikální analýza výsledovky	Období				
	2013	2014	2015	2016	2017
Výkony	99,7%	99,7%	99,7%	99,6%	99,7%
Výkonová spotřeba	51,2%	48,5%	45,8%	44,1%	41,5%
Spotřeba materiálu a energie	9,2%	7,5%	6,9%	6,6%	5,7%
Služby	41,9%	41,0%	38,9%	37,5%	35,7%
Přidaná hodnota	48,6%	51,4%	54,1%	55,8%	58,4%
Osobní náklady	20,3%	18,9%	17,5%	18,5%	18,5%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1,1%	1,1%	0,9%	0,7%	0,8%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1,0%	1,0%	0,7%	0,6%	0,7%
Provozní výsledek hospodaření	21,2%	25,0%	29,8%	31,7%	34,6%
Finanční výsledek hospodaření	0,1%	0,3%	0,1%	0,0%	-0,1%
Daň z příjmů za běžnou činnost	4,2%	5,0%	5,9%	6,2%	6,7%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	17,1%	20,2%	24,0%	25,5%	27,7%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	21,3%	25,2%	29,9%	31,7%	34,4%

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Výkony podniku jsou hlavní výnosovou položkou a tvoří 99,7 % tržeb z provozu. Položka výkonové spotřeby má ve sledovaném období stále nižší podíl na tržbách, znamená to tedy, že společnosti se daří šetřit na nákladech potřebných k hlavní činnosti. Do těchto nákladů patří spotřeba materiálu a energie, u kterých klesal podíl na tržbách z 9,2 % na 5,7 %, a služby, které se snižovaly z 41,9 % na 35,7 %. Snižoval se i podíl osobních nákladů na tržbách, a to z 20,3 % na 18,5 %. Spolu se zvyšováním tržeb a poklesem nákladových položek se projevuje růst i u položek hospodářského výsledku, kromě toho finančního, který je ale zanedbatelný, jak je vidět ve vertikální analýze.

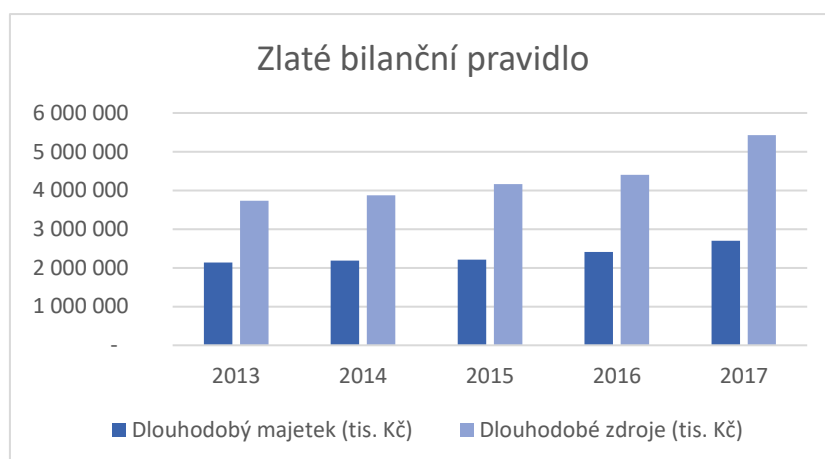
8.1.3 Bilanční pravidla

V kapitole bilančních pravidel bude vyhodnoceno financování společnosti Letiště Praha, a. s., z pohledu klasických bilančních pravidel.

Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo je dodržováno za celé sledované období, kdy převyšují dlouhodobé zdroje dlouhodobý majetek. V posledním roce je hodnota dlouhodobých zdrojů více než dvojnásobně vysoká. Pravidlo je sice dodrženo, ale znovu se ukazuje, že společnost volí zbytečně příliš konzervativní strategii financování na úkor rentability.

Obrázek 19: Zlaté bilanční pravidlo společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

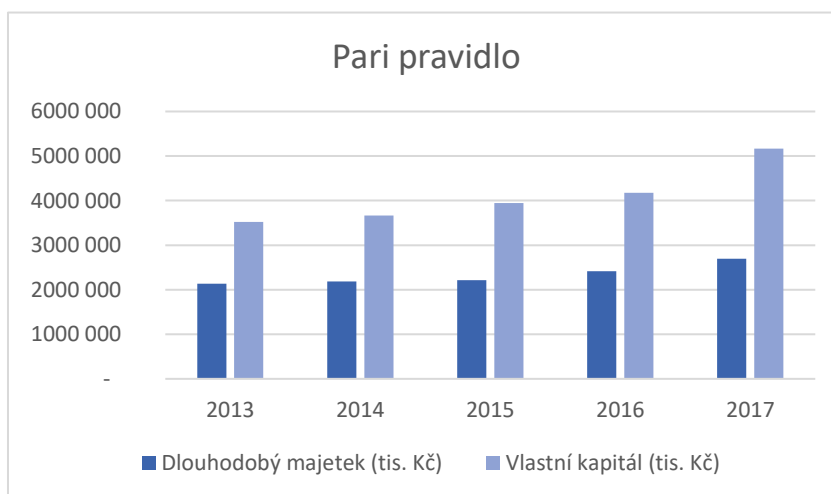


Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Pari pravidlo

Pari pravidlo není dodrženo v žádném sledovaném roce. Celý dlouhodobý majetek je financován vlastním kapitálem. Je vidět, že společnost plýtvá vlastním kapitálem a nevyužívá cizí zdroje, které jsou levnější, protože vlastní kapitál používá i ke krytí oběžných aktiv.

Obrázek 20: Pari pravidlo společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

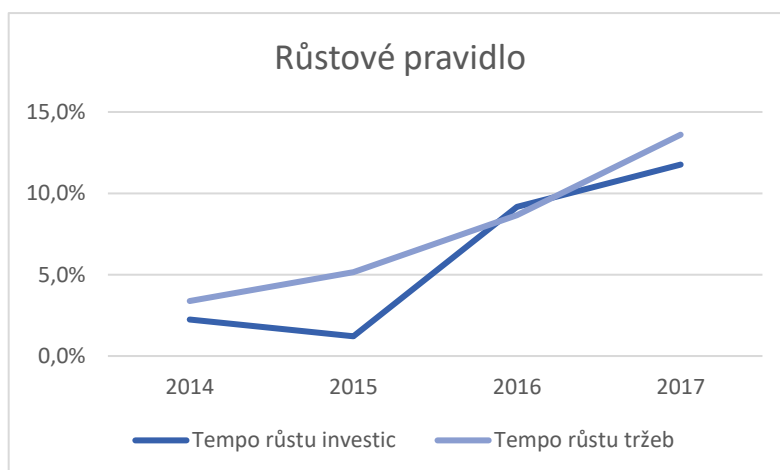


Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Růstové pravidlo

Tempo růstu investic kromě roku 2016 nepřesahovalo tempo růstu tržeb, a i v roce 2016 přesahovalo tempo růstu investic jen o 0,5 %. Lze tedy tvrdit, že společnost dodržuje růstové pravidlo.

Obrázek 21: Růstové pravidlo společnosti Letiště Praha, a. s., 2014-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Pravidlo vyrovnání rizika

Pravidlo vyrovnání rizika je dodrženo v každém roce sledovaného období. Pravidlo říká, že by měl převažovat vlastní kapitál nad cizími zdroji. U společnosti Letiště Praha, a. s., převažuje vlastní kapitál více než čtyřikrát, což sice snižuje riziko, ale snižuje efektivitu a působení finanční páky.

Obrázek 22: Pravidlo vyrovnání rizika společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

8.2 Poměrové ukazatele

V analýze poměrových ukazatelů jsou vyhodnoceny ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

8.2.1 Ukazatele rentability

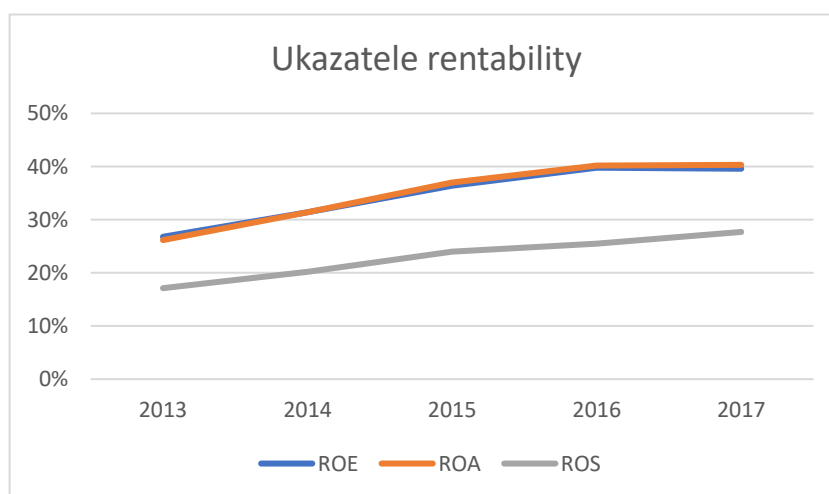
Tabulka 14: Ukazatele rentability společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

UKAZATELE RENTABILITY						
	2013	2014	2015	2016	2017	Průměr
ROE	27 %	31 %	36 %	40 %	40 %	35 %
ROA	26 %	31 %	37 %	40 %	40 %	35 %
ROS	17 %	20 %	24 %	26 %	28 %	23 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu stoupá v rámci sledovaného období z 27 % až na 40 %, což je mimořádně vysoký výsledek, který ukazuje, že se společnosti daří. Tempo růstu výsledku hospodaření je mnohem vyšší než tempo růstu vlastního kapitálu, společnost je tedy stále efektivnější. Z hlediska rentability aktiv je situace téměř totožná, a to z toho důvodu, že společnost nevyužívá k financování cizí úročný kapitál. Z cizích zdrojů využívá pouze zanedbatelné množství plynoucích z obchodních závazků. Proto jsou hodnoty rentability aktiv a rentability vlastního kapitálu velice podobné. Rostl i ukazatel rentability tržeb, a to ze 17 % na 28 %, což je taktéž vysoká hodnota. Důležitější je ale stálý trend, který neobsahuje výkyvy.

Obrázek 23: Vývoj rentability společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

8.2.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity jsou vyhodnocovány z důvodu zjištění schopnosti podniku, hradit své závazky včas. Likvidita je významná pro finanční stabilitu podniku, a proto aby se podnik nedostal do platební neschopnosti.

Tabulka 15: Ukazatele likvidity společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

UKAZATELE LIKVIDITY						
	2013	2014	2015	2016	2017	Průměr
Běžná likvidita	3,39	4,11	4,26	4,01	4,64	4,08
Pohotová likvidita	2,72	3,35	3,50	3,23	3,96	3,35
Okamžitá likvidita	1,20	1,94	2,04	1,81	2,50	1,90

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

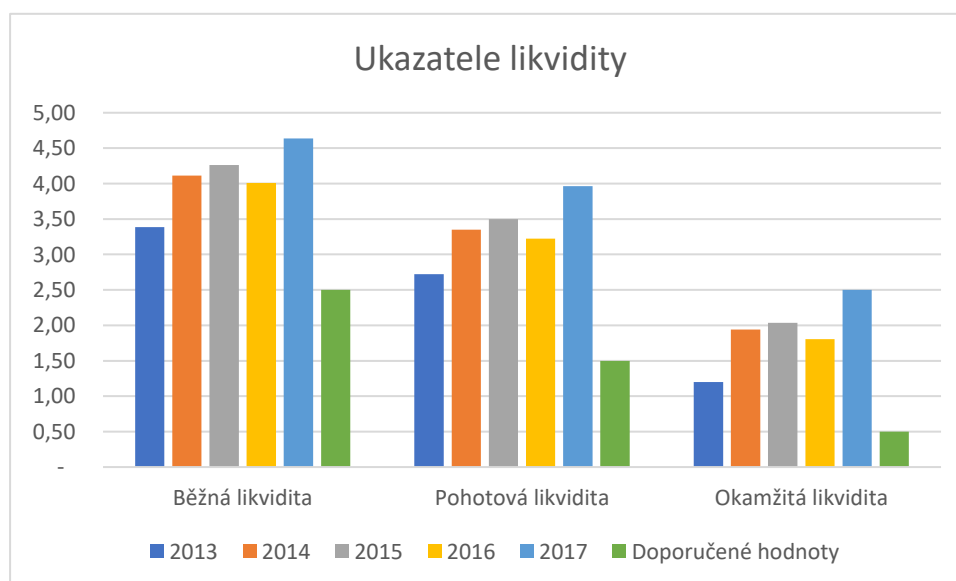
Ukazatel běžné likvidity ukazuje schopnost podniku hradit krátkodobé závazky celými oběžnými aktivy. Doporučené hodnoty pro běžnou likviditu jsou 1,8-2,5, ale společnost Letiště Praha, a. s., má průměrnou běžnou likviditu okolo 4, tzn. že by byla schopna čtyřikrát uhradit krátkodobé závazky z oběžných aktiv.

Pohotová likvidita udává, kolikrát je podnik schopen hradit krátkodobé závazky z likvidních oběžných aktiv, tedy bez zásob. Doporučené hodnoty jsou v intervalu 1-1,5. Zde opět vidíme, že hodnoty sledované společnosti doporučení výrazně převyšují a dosahují průměrně hodnoty 3,35.

Vyšší než doporučení, které je v intervalu 0,2-0,5, jsou hodnoty okamžité likvidity. Okamžitá likvidita zahrnuje z oběžných aktiv pouze krátkodobý finanční majetek a u sledované společnosti dosahuje v průměru hodnoty 1,9.

Pro všechny hodnoty likvidity je společné to, že přesahují doporučené hodnoty, což je způsobeno primárně hromaděním krátkodobého finančního majetku na bankovních účtech. Je to neefektivní způsob zadržování finančních prostředků. V grafu níže jsou uvedeny hodnoty likvidit v porovnání s doporučenými hodnotami.

Obrázek 24: Ukazatele likvidity společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

8.2.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyhodnocují, jak podnik využívá aktiva, resp. svůj majetek.

Tabulka 16: Ukazatele aktivity společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

UKAZATELE AKTIVITY						
	2013	2014	2015	2016	2017	Průměr
Obrat aktiv	1,23	1,24	1,24	1,27	1,17	1,23
Obrat zásob	14,46	15,69	15,31	14,61	16,45	15,30
Doba obratu zásob (dny)	24,90	22,94	23,52	24,64	21,88	23,58
Doba splatnosti pohledávek (dny)	57,32	42,36	44,87	44,47	47,59	47,32
Doba splatnosti krátkodobých závazků (dny)	37,57	30,02	30,71	31,35	32,48	32,42

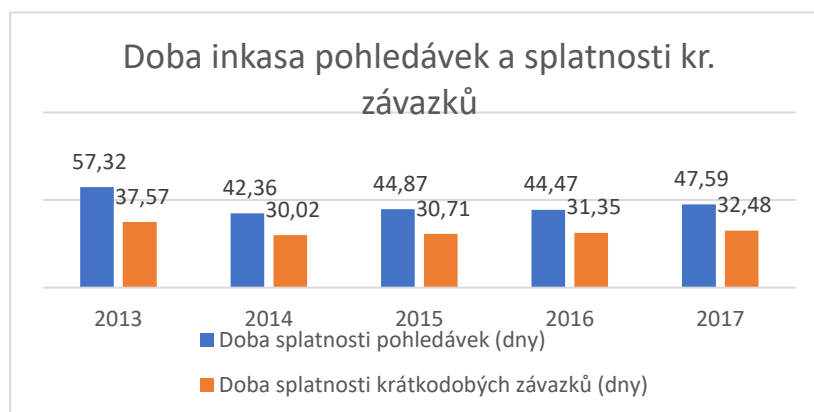
Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Obrat aktiv by měl dosahovat minimálně hodnoty 1, ale čím vyšší hodnoty má, tím lepší pro podnik. Tato hodnota byla sice všechny sledované roky překročena, ale ne nijak výrazně. Celková aktiva společnosti se tedy průměrně obrátí 1,23 x za rok. Obrat aktiv se dařilo společnosti zvyšovat až na poslední rok, kdy došlo k poklesu. Pokles byl způsoben zadržením zisku z minulých let, a tím navýšením položky účty v bankách, k čemuž v předchozích letech nedocházelo.

Obrat zásob společnosti, až na výkyv v roce 2016, roste. Výkyv byl způsoben větším nárůstem zásob v roce 2016, konkrétně položkou nedokončené výroby a polotovarů. Z hlediska doby obratu zásob udávanou ve dnech, se průměrně zásoby od jejich naskladnění spotřebují za 24 dní.

Doba splatnosti pohledávek je v průměru 47 dní, ale doba splatnosti krátkodobých závazků je jen 32 dní. To je pro společnost nevýhodné, jelikož musí splácet své závazky dříve, než inkasuje pohledávky (zobrazeno v grafu níže). Ideální by byla opačná situace.

Obrázek 25: Ukazatele aktivity společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

8.2.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti vyhodnocují finanční stabilitu podniku a využívání cizích zdrojů. Hodnotí se celková zadluženost podniku, zadluženost vlastního kapitálu a úrokové krytí.

Tabulka 17: Ukazatele zadluženosti společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

UKAZATELE ZADLUŽENOSTI						
	2013	2014	2015	2016	2017	Průměr
Celková zadluženost	19 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Zadluženost vlastního kapitálu	24 %	21 %	21 %	21 %	21 %	22 %
Úrokové krytí	32 622	205 060	198 628	687 395	-	280 926

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Celková zadluženost vyjadřuje poměr mezi cizími zdroji a aktivy, tedy kolik procent z celkového majetku je financováno cizími zdroji. U analyzované společnosti je to průměrně 17 %, což je velice málo. Toto zadlužení sice představuje minimální riziko, ale nevyužívání cizího kapitálu na financování podniku snižuje efektivitu a pozitivní efekt finanční páky.

Zadluženost vlastního kapitálu uvádí podíl cizích zdrojů na vlastním kapitálu. Tento podíl dosahuje 21 % a ve sledovaném období se téměř nemění. Tato hodnota je nízká a je tvořena hlavně krátkodobými závazky a dlouhodobými závazky z obchodních vztahů.

Ukazatel úrokového krytí udává schopnost hradit nákladové úroky. Jelikož společnost téměř nepoužívá úročený cizí kapitál a nákladové úroky, které hradí v prvních čtyřech sledovaných letech, mají naprosto zanedbatelnou hodnotu, vychází ukazatel úrokového krytí v takto vysokých číslech. Je tedy naprosto irelevantní jej hodnotit.

8.3 Analýza čistého pracovního kapitálu

Analýza čistého pracovního kapitálu pracuje se složkami oběžných aktiv po odečtení krátkodobých závazků.

Tabulka 18: Analýza pracovního kapitálu společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

ANALÝZA PRACOVNÍHO KAPITÁLU						
	2013	2014	2015	2016	2017	Průměr
Čistý pracovní kapitál (tis. Kč)	1 371 092	1 477 593	1 665 639	1 705 277	2 424 265	1 728 773
Obratový cyklus peněz (dny)	45	35	38	38	37	38
Průměrné denní výdaje (tis. Kč)	11 208	10 958	10 816	11 499	12 524	11 401
Potřeba čistého pracovního kapitálu (tis. Kč)	500 466	386 581	407 661	434 173	463 326	438 442

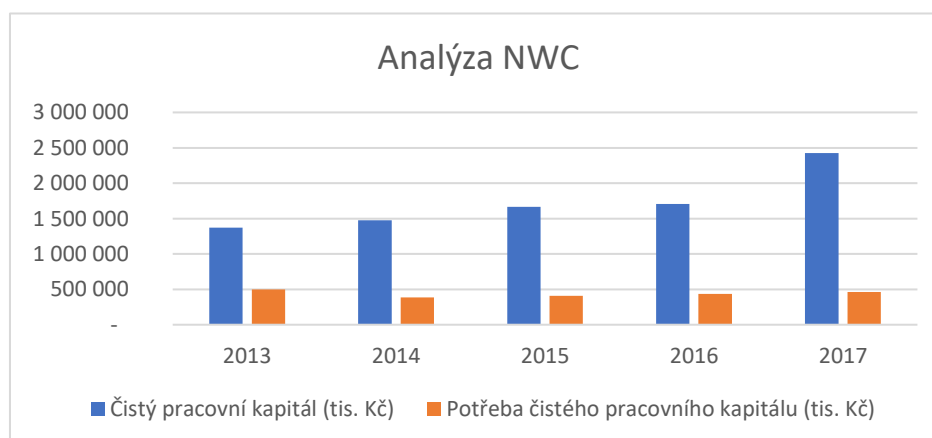
Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Čistý pracovní kapitál (NWC), složený ze zásob, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku bez krátkodobých závazků, nabýval výše v průměru 1 728 773 tis. Kč a v průběhu sledovaného období rostl. Největší nárůst byl zaznamenán v posledním roce, kdy se zvýšila položka účty v bankách. Celkově jsou hodnoty NWC velmi vysoké, což je způsobeno především hromaděním peněz na bankovních účtech. NWC by mělo být ideálně nízké kladné číslo, což v tomto případě neodpovídá. Z toho lze opět pozorovat konzervativní strategii společnosti.

Obratový cyklus peněz (OCP) udává počet dní, po které jsou finanční prostředky vázány v pracovním kapitálu. OCP se společnosti daří zkracovat z původních 45 dní na 37 dní, což je stále celkem dlouhá doba, ale důležitý je trend postupného snižování. Důvodem je, jak již bylo zmíněno výše, dlouhá doba inkasa pohledávek oproti kratší době splatnosti závazků společnosti.

Potřeba čistého pracovního kapitálu, vypočtená z průměrných denních výdajů, které se téměř nemění, nabývá hodnot mnohem nižších než výše skutečného pracovního kapitálu. Z grafu níže je patrné, že společnost má zbytečně vysoký pracovní kapitál.

Obrázek 26: Analýza NWC společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

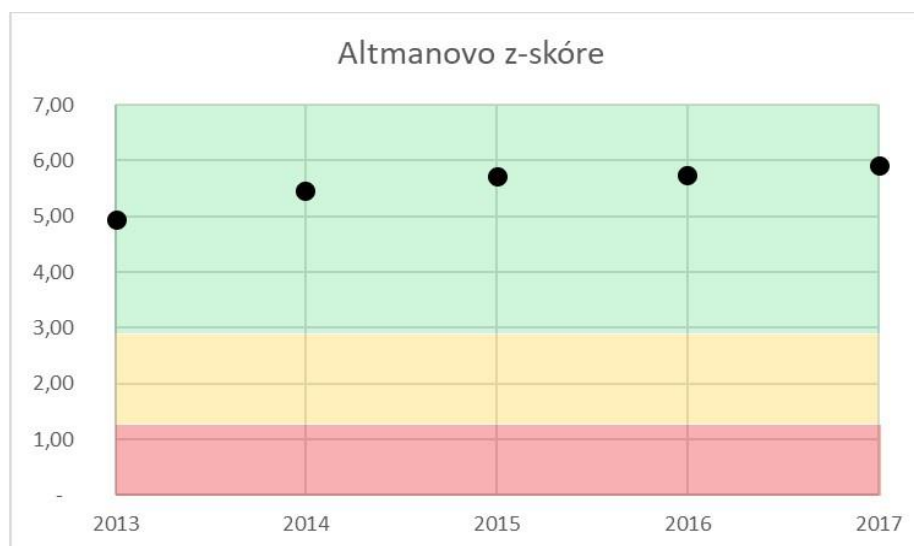
8.4 Indexy hodnocení podniku

Pro analýzu finančního zdraví společnosti byly vybrány dva indexy hodnocení podniku: Altmanovo Z-skóre a Index IN05.

8.4.1 Altmanovo Z-skóre

Při výpočtu Altmanova Z-skóre byl zvolen model pro firmy neobchodované na trhu. Pomocí Z-skóre se určuje, zda je podnik ohrožen bankrotem nebo zda se jedná o zdravý podnik. Vypočtená hodnota Z-skóre se porovnává se stanovenými kategoriemi, znázorněnými v grafu níže: hrozící bankrot (červená), šedá zóna (žlutá) a zdravý podnik (zelená).

Obrázek 27: Altmanovo Z-skóre společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



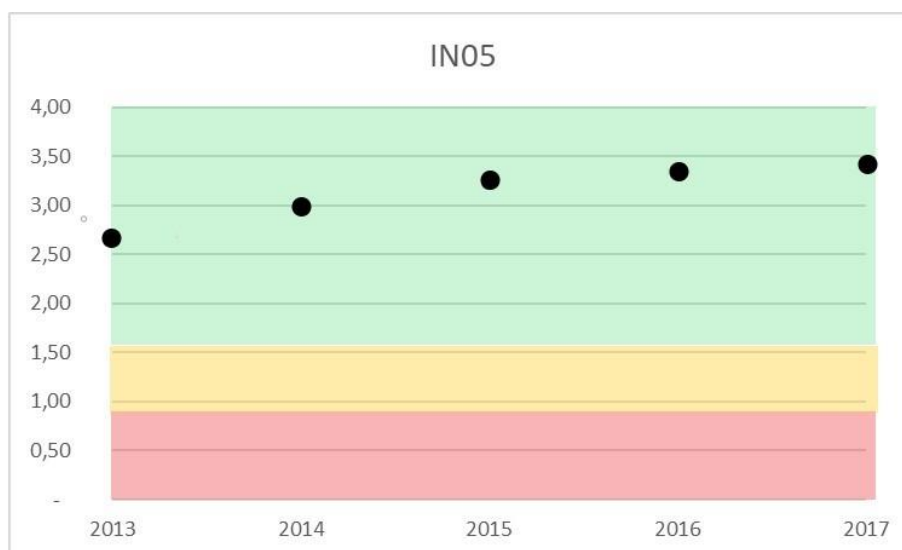
Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Z výsledků jednotlivých let sledovaného období se naprosto jednoznačně jedná o zdravý podnik, kterému podle Z-skóre nehrozí bankrot.

8.4.2 Index IN05

Index IN05 je nástrojem hodnocení finančního zdraví podniku podobný Altmanovu Z-skóre. Rozdílem je jeho přizpůsobení českým podnikům. Výsledky se taktéž dělí do tří kategorií znázorněných v grafu níže: spěje k bankrotu (červená), šedá zóna (žlutá) a tvoří hodnotu (zelená).

Obrázek 28: Index IN05 společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

IN05 vychází společnosti Letiště Praha, a. s., po celé období tak, že s pravděpodobností 67 % tvoří hodnotu. Při výpočtu byl ukazatel EBIT/úrokové krytí omezen hodnotou 9.

8.5 Závěr finanční analýzy

Ve finanční analýze byla provedena horizontální a vertikální analýza účetních výkazů, vyhodnocena bilanční pravidla, vypočteny ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Byl zanalyzován čistý pracovní kapitál a zhodnoceno finanční zdraví společnosti pomocí Altmanova Z-skóre a indexu IN05.

Společnost za celé sledované období tvoří hodnotu a dosahuje kladného výsledku hospodaření, který se daří neustále navyšovat. Lze tak usuzovat z výše ukazatele ROE, který je vyšší než obvyklá očekávání investorů. Společnost investovala do dlouhodobého hmotného majetku v rámci staveb, a naopak se zbavovala samostatných movitých věcí a jejich souborů. Celkově ale tempo růstu investic nepřekračovalo růst tržeb. Rostly také výkony společnosti, a to více než výkonová spotřeba, což značí větší efektivitu.

Z analýzy vyplynulo, že podnik využívá k financování z 80 % vlastní kapitál a z cizích zdrojů nevyužívá žádné úročené úvěry. Má tedy minimální hodnoty zadluženosti. To značí velice konzervativní přístup k riziku, který snižuje efekt finanční páky, při jehož využití by mohla společnost snížit daňovou zátěž a zvýšit rentabilitu vlastního kapitálu. Ale i bez použití cizích zdrojů má společnost velice vysokou rentabilitu vlastního kapitálu (40 %).

Společnost je velice likvidní a je schopná hradit veškeré své závazky. Likvidita je vysoká z důvodu hromadění krátkodobého finančního majetku na bankovních účtech, který zejména v posledním roce narostl o 63 %. Nárůst krátkodobého finančního majetku je způsoben zadržením zisku z minulých let, ke kterému došlo až v posledním roce. Může se jednat o přípravu na větší investici v budoucnu.

Z analýzy aktivity vyplynulo, že společnost, ačkoliv má velmi silnou pozici na trhu, má příliš dlouhou dobu inkasa pohledávek oproti době, za kterou musí uhradit své závazky. To zvyšuje hodnotu potřebného pracovního kapitálu, který je i přesto několikrát nižší než skutečný NWC. Podle indexů hodnocení podniku je společnost zdravá a pravděpodobně tvoří hodnotu.

9 Generátory hodnoty a finanční plán

V kapitole generátorů hodnoty a finančního plánu bude provedena predikce vývoje některých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty, ze kterých bude vycházet finanční plán na roky 2018-2022. Finanční plán bude podroben analýze vybranými ukazateli.

9.1 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty jsou výchozím krokem pro sestavení finančního plánu. V této kapitole jsou prognózovány tržby, provozní zisková marže a pracovní kapitál.

9.1.1 Tržby

Tržby v období 2013-2017 rostly tempem od 3,4 do 13,6 %. Nárůst tržeb Letiště Praha je ovlivněn zejména počtem přepravených osob. V minulosti vykazovaly tržby a počet přepravených osob přímou korelaci ve výši 0,92. Podle IATA se do roku 2036 počet cestujících téměř zdvojnásobí (ČTK, 2017). Predikce IATA vychází z dosavadního růstu 3,6 % ročně, což není takový nárůst, jako v posledních dvou letech zaznamenalo pražské letiště. Letiště Praha predikuje na rok 2018 nárůst o více než 10 %, ale zároveň hlásí naplnění kapacity letiště, takže zde nebude prostor pro velké zvyšování počtu přepravených osob. Letiště Praha chystá sice výstavbu nové runwaye, která kapacitu navýší, ale plánuje ji zprovoznit do roku 2025 (Sůra, 2017), takže pro účely této práce se musí počítat s tím, že kapacity jsou téměř naplněny. Z těchto důvodů je růst tržeb nastaven na 5 %, i když v roce 2017 dosahuje 13,6 %.

Tabulka 19: Prognóza tržeb společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022

Prognóza tržeb	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby (tis. Kč)	7 756 482	8 144 306	8 551 522	8 979 098	9 428 053

Zdroj: vlastní zpracování

9.1.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je jako první vypočítaná postupem shora. Je vypočtena nejprve pro období 2013-2017 z provozního výsledku hospodaření, ke kterému jsou přičteny odpisy a zůstatková cena dlouhodobého majetku a materiálu (DHMM) a od kterého jsou odečítány položky, které nejsou přímo spojeny s provozem – tržby z prodeje DHMM. Tím získáme korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH). Podílem tržeb a KPVH vypočteme provozní ziskovou marži.

Tabulka 20: Provozní zisková marže shora společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

Provozní zisková marže shora	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výsledek hospodaření (tis. Kč)	1 166 258	1 420 495	1 782 998	2 062 487	2 554 028
Odpisy (tis. Kč)	364 086	361 842	369 806	318 078	356 830
Tržby z prodeje DHMM (tis. Kč)	63 090	61 833	54 235	47 696	59 993
Zůstatková cena prodaného DHMM (tis. Kč)	57 414	55 099	44 260	41 642	48 606
KPVH před odpisy a zdaněním (tis. Kč)	1 524 668	1 775 603	2 142 829	2 374 511	2 899 471
Tržby (tis. Kč)	5 504 776	5 690 853	5 984 351	6 502 479	7 387 126
Provozní zisková marže	27,70 %	31,20 %	35,81 %	36,52 %	39,25 %

Zdroj: vlastní zpracování

Provozní zisková marže měla v minulosti rostoucí tendenci, proto byla na prognózované období 2018-2022 stanovena ve výši 40 %. Z ní byl zpětně vypočten KPVH na toto období.

Tabulka 21: Provozní zisková marže shora společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022

Provozní zisková marže shora	2018	2019	2020	2021	2022
KPVH před odpisy a zdaněním (tis. Kč)	3 102 593	3 257 723	3 420 609	3 591 639	3 771 221
Tržby (tis. Kč)	7 756 482	8 144 306	8 551 522	8 979 098	9 428 053
Provozní zisková marže	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %

Zdroj: vlastní zpracování

Následně byla vypočtena provozní zisková marže metodou zdola, která vycházela z vývoje jednotlivých položek výkazu zisku a ztráty v období 2013-2017. U nich byl určen podíl na celkových tržbách a pro hodnoty následujícího období stanoven růst podle minulého vývoje. Bylo přihlíženo zejména k posledním dvěma rokům, tj. 2016 a 2017 a jejich trendu. Z těchto hodnot byl vypočten KPVH před odpisy a zdaněním a provozní zisková marže, která touto metodou vycházela o 0,1 % vyšší než u metody shora. Dále budou použity hodnoty z tabulky 22, jelikož se zdají být přesnější.

Tabulka 22: Provozní zisková marže zdola společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022

Provozní zisková marže zdola	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby za prodej zboží (tis. Kč)	23 269	24 433	25 655	26 937	28 284
Náklady vynaložené na prodané zboží (tis. Kč)	15 513	16 289	17 103	17 958	18 856
Obchodní marže (tis. Kč)	7 756	8 144	8 552	8 979	9 428
Výkony (tis. Kč)	7 733 213	8 119 873	8 525 867	8 952 160	9 399 768
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	3 141 375	3 298 444	3 463 366	3 636 535	3 818 361
Přidaná hodnota (tis. Kč)	4 599 594	4 829 574	5 071 052	5 324 605	5 590 835
Osobní náklady (tis. Kč)	1 434 949	1 506 697	1 582 032	1 661 133	1 744 190
Daně a poplatky (tis. Kč)	7 756	8 144	8 552	8 979	9 428
Tržby z prodeje DHMM (tis. Kč)	62 052	65 154	68 412	71 833	75 424
Zůstatková cena prodaného DHMM (tis. Kč)	54 295	57 010	59 861	62 854	65 996
Ostatní provozní výnosy (tis. Kč)	23 269	24 433	25 655	26 937	28 284
Ostatní provozní náklady (tis. Kč)	77 565	81 443	85 515	89 791	94 280
KPVH před odpisy a zdaněním (tis. Kč)	3 110 349	3 265 867	3 429 160	3 600 618	3 780 649
Provozní zisková marže	40,10 %	40,10 %	40,10 %	40,10 %	40,10 %

Zdroj: vlastní zpracování

9.1.3 Pracovní kapitál

V této podkapitole je analyzován a predikován vývoj pracovního kapitálu společnosti. V první tabulce je vypočten provozně nutný a nenutný krátkodobý finanční majetek. Nutný KFM je vypočten pomocí likvidity prvního stupně, která je nastavena na nejvyšší doporučenou hodnotu (0,5). Odečtením nutného KFM od celkové hodnoty je stanoven provozně nenutný/zbytný krátkodobý finanční majetek, který dosahuje vysokých částek, protože společnost zadržuje velké množství nepotřebného finančního majetku na bankovních účtech.

Tabulka 23: Analýza KFM společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

Krátkodobý majetek	2013	2014	2015	2016	2017
Krátkodobé závazky (tis. Kč)	574 409	474 578	510 445	566 275	666 385
KFM (tis. Kč)	688 281	919 913	1 039 130	1 023 279	1 665 163
Likvidita 1. stupně	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
KFM nutný (tis. Kč)	287 205	237 289	255 223	283 138	333 193
KFM nenutný (tis. Kč)	401 077	682 624	783 908	740 142	1 331 971

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce je provedena analýza pracovního kapitálu již s využitím provozně nutného krátkodobého finančního majetku. Je vypočten provozně nutný čistý pracovní kapitál součtem zásob, krátkodobých pohledávek a provozně nutného KFM, od něhož je odečtena hodnota krátkodobých závazků. Výsledek je upravený o časové rozlišení aktiv a pasiv.

Tabulka 24: Analýza NWC společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

Analýza pracovního kapitálu (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	380 731	362 597	391 001	445 088	448 974
Krátkodobé pohledávky	876 489	669 661	745 953	803 077	976 405
KFM provozně nutný	287 205	237 289	255 223	283 138	333 193
Krátkodobé závazky	574 409	474 578	510 445	566 275	666 385
Časové rozlišení aktiv	355 116	437 904	443 876	447 174	519 363
Časové rozlišení pasiv	118 035	128 957	57 680	65 922	78 325
NWC-provozně nutný	1 207 097	1 103 916	1 267 928	1 346 280	1 533 225

Zdroj: vlastní zpracování

Při predikci provozně nutného čistého kapitálu bylo vycházeno z minulého vývoje ukazatelů aktivity, podle kterých byla vypočtena hodnota položek vstupujících do výpočtu NWC. Výsledný provozně nutný NWC byl vypočten stejnou metodou, jako v předchozí tabulce.

Tabulka 25: Analýza NWC společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022

Analýza pracovního kapitálu	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby (tis. Kč)	480 902	504 947	530 194	556 704	584 539
Doba obratu zásob (dny)	22,32	22,32	22,32	22,32	22,32
Krátkodobé pohledávky (tis. Kč)	1 000 586	1 050 616	1 103 146	1 158 304	1 216 219
Doba splatnosti kr. pohledávek (dny)	46,44	46,44	46,44	46,44	46,44
KFM provozně nutný (tis. Kč)	341 285	358 349	376 267	395 080	414 834
Likvidita 1. stupně	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Krátkodobé závazky (tis. Kč)	682 570	716 699	752 534	790 161	829 669
Doba splatnosti závazků (dny)	31,68	31,68	31,68	31,68	31,68
Časové rozlišení aktiv (tis. Kč)	542 954	570 101	598 607	628 537	659 964
Časové rozlišení pasiv (tis. Kč)	85 321	89 587	94 067	98 770	103 709
NWC provozně nutný (tis. Kč)	1 597 835	1 677 727	1 761 613	1 849 694	1 942 179

Zdroj: vlastní zpracování

9.2 Finanční plán

V kapitole finanční plán bude sestavena plánová rozvaha na roky 2018-2022 a výkaz zisku a ztráty na stejné období. Plánové účetní výkazy jsou ve zkrácené podobě, která obsahuje nejdůležitější položky.

9.2.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Plánový výkaz zisku a ztráty byl predikován na období 2018-2022 obdobnou metodou jako plánová rozvaha. Obsahuje nejdůležitější položky výsledovky, které jsou většinou odvozeny podílem z predikovaných tržeb nebo pomocí generátorů hodnoty.

Tabulka 26: Plánový VZZ společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022

PLÁNOVÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (v tis. Kč)					
Datum	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby za prodej zboží	23 269	24 433	25 655	26 937	28 284
Náklady vynaložené na prodané zboží	15 513	16 289	17 103	17 958	18 856
Obchodní marže	7 756	8 144	8 552	8 979	9 428
Výkony	7 733 213	8 119 873	8 525 867	8 952 161	9 399 769
Výkonová spotřeba	3 141 375	3 298 444	3 463 366	3 636 535	3 818 361
Přidaná hodnota	4 599 594	4 829 574	5 071 052	5 324 605	5 590 835
Osobní náklady	1 434 949	1 506 697	1 582 032	1 661 133	1 744 190
Daně a poplatky	7 756	8 144	8 552	8 979	9 428
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	372 311	390 927	410 473	430 997	452 547
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	62 052	65 154	68 412	71 833	75 424
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	54 295	57 010	59 861	62 854	65 996
Ostatní provozní výnosy	23 269	24 433	25 655	26 937	28 284
Ostatní provozní náklady	77 565	81 443	85 515	89 791	94 281
Provozní výsledek hospodaření	2 738 038	2 874 940	3 018 687	3 169 622	3 328 103
Výnosové úroky	-	-	-	-	-
Nákladové úroky	-	-	-	-	-
Ostatní finanční výnosy	7 756	8 144	8 552	8 979	9 428
Ostatní finanční náklady	11 635	12 216	12 827	13 469	14 142
Finanční výsledek hospodaření	- 3 878	- 4 072	- 4 276	- 4 490	- 4 714
Daň z příjmů za běžnou činnost	519 490	545 465	572 738	601 375	631 444
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 214 670	2 325 403	2 441 673	2 563 757	2 691 945
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	2 214 670	2 325 403	2 441 673	2 563 757	2 691 945
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	2 734 160	2 870 868	3 014 411	3 165 132	3 323 389

Zdroj: vlastní zpracování

Tržby společnosti jsou převzaty z kapitoly generátorů hodnoty a jejich hodnota roste ročně o 5 %. Největší podíl na celkových tržbách mají stále výkony společnosti, které dosahují, stejně jako v předchozích letech, 99,7 % tržeb z provozu. U výkonové spotřeby se v minulých letech podařilo i přes rostoucí výkony snižovat její podíl na

tržbách z 51,2 % až na 41,5 %, proto byla pro účely plánu stanovena hodnota 40,5 % z tržeb. Přidaná hodnota je vypočtena z plánových položek obchodní marže, výkonů a výkonové spotřeby a je vidět, že stále roste. V absolutních číslech narůstají i osobní náklady, které po celou plánovanou dobu dosahují 18,5 % z tržeb. Z rozvahy je vidět, že společnost investuje do dlouhodobého majetku, a proto jsou ve výsledovce obsaženy rostoucí odpisy. Zatímco, díky pozitivnímu vývoji provozních položek, roste provozní výsledek hospodaření, tak finanční výsledek hospodaření mírně klesá, i přestože společnost neplatí žádné nákladové úroky (nevyužívá cizí úročný kapitál). Finanční výsledek hospodaření je predikován na základě vývoje minulých let, kdy dosahoval záporných hodnot. Společnost to ale nemusí znepokojoovat, protože stále dosahuje velmi malých hodnot. Daň byla stanovena na 19 % z výsledku hospodaření před zdaněním, což respektuje výši daně z příjmu právnických osob v České republice. Po celé plánované období lze sledovat růst výsledku hospodaření za účetní období. V plánovém výkazu zisku a ztráty byl respektován vývoj položek v minulosti, a nejsou tedy zaznamenány jakékoliv výkyvy.

9.2.2 Plán rozvahy

Plánová rozvaha byla stanovena s využitím předchozích výpočtů a predikcí jednotlivých položek, a především na základě analýzy minulého vývoje. Nejčastěji bylo přihlíženo k procentuálnímu zastoupení dané položky na tržbách společnosti. Některé položky zůstaly konstantní, jelikož se neměnily ani v minulosti.

Tabulka 27: Plánová rozvaha společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022

PLÁNOVÁ ROZVAHA (v tis. Kč)					
Datum	31. 12. 2018	31. 12. 2019	31. 12. 2020	31. 12. 2021	31. 12. 2022
AKTIVA CELKEM	6 569 186	6 827 068	7 097 844	7 382 158	7 680 688
Dlouhodobý majetek	2 900 924	3 045 971	3 198 269	3 358 183	3 526 092
Dlouhodobý nehmotný majetek	31 026	32 577	34 206	35 916	37 712
Dlouhodobý hmotný majetek	2 869 898	3 013 393	3 164 063	3 322 266	3 488 380
Oběžná aktiva	3 125 307	3 210 996	3 300 968	3 395 438	3 494 633
Zásoby	480 902	504 947	530 194	556 704	584 539
Dlouhodobé pohledávky	108	108	108	108	108
Krátkodobé pohledávky	1 000 586	1 050 616	1 103 146	1 158 304	1 216 219
Krátkodobý finanční majetek	1 643 711	1 655 325	1 667 520	1 680 323	1 693 767
Časové rozlišení	542 954	570 101	598 607	628 537	659 964
PASIVA CELKEM	6 569 186	6 827 068	7 097 844	7 382 158	7 680 688
Vlastní kapitál	5 397 957	5 597 277	5 806 564	6 026 314	6 257 052
Základní kapitál	2 512 227	2 512 227	2 512 227	2 512 227	2 512 227
Kapitálové fondy	35	35	35	35	35
Fondy ze zisku	-	-	-	-	-
Výsledek hospodaření minulých let	671 026	759 612	852 628	950 295	1 052 846
Výsledek hospodaření běžného účetního období	2 214 670	2 325 403	2 441 673	2 563 757	2 691 945
Cizí zdroje	1 085 908	1 140 203	1 197 213	1 257 074	1 319 927
Rezervy	131 860	138 453	145 376	152 645	160 277
Dlouhodobé závazky	271 477	285 051	299 303	314 268	329 982
Krátkodobé závazky	682 570	716 699	752 534	790 161	829 669
Časové rozlišení	85 321	89 587	94 067	98 770	103 709

Zdroj: vlastní zpracování

V plánových aktivech společnosti lze vidět, že aktiva konstantně rostou. Jsou tvořena dlouhodobým hmotným majetkem, který tvoří 37 % z tržeb, a nehmotným, který má stále nízkou hodnotu (0,4 %). Další položkou aktiv jsou oběžná aktiva, která obsahují zásoby podílející se na tržbách ze 6,2 %, dlouhodobé pohledávky, které mají stejnou hodnotu po celé sledované období a zároveň zanedbatelnou hodnotu. Krátkodobé pohledávky tvoří 21 % z tržeb a krátkodobý finanční majetek je zobrazen celkovou hodnotou – provozně nutný i nenutný. Krátkodobý finanční majetek je predikován s nižším tempem růstu než většina ostatních položek, protože ho společnost má nadbytek a není důvod k jeho dalšímu velkému navyšování.

Ve sloupci pasiv vidíme vlastní kapitál, který má neměnné hodnoty položek základního kapitálu a kapitálových fondů. Tyto položky dosahovaly stejných hodnot

za celé období 2013-2017. Vlastní kapitál se zvyšoval díky výsledku hospodaření běžného účetního období, který je převzat z výkazu zisku a ztráty, a díky zadržování části výsledku hospodaření minulých let. U položek cizích zdrojů byl zachován trend financování, takže není zastoupen cizí úročený kapitál. Úměrně tržbám jsou navyšovány rezervy a závazky.

9.2.3 Finanční analýza plánu

Ve finanční analýze plánu byly vypočteny vybrané poměrové ukazatele, vycházející z plánových účetních výkazů.

Tabulka 28: Poměrové ukazatele společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022

Poměrové ukazatele	2018	2019	2020	2021	2022
Ukazatele rentability					
ROE	41 %	42 %	42 %	43 %	43 %
ROA	42 %	42 %	42 %	43 %	43 %
ROS	29 %	29 %	29 %	29 %	29 %
Ukazatele likvidity					
Běžná likvidita	4,58	4,48	4,39	4,30	4,21
Pohotová likvidita	3,87	3,78	3,68	3,59	3,51
Okamžitá likvidita	2,41	2,31	2,22	2,13	2,04
Ukazatele aktivity					
Obrat aktiv	1,18	1,19	1,20	1,22	1,23
Doba obratu zásob (dny)	22,32	22,32	22,32	22,32	22,32
Doba splatnosti pohledávek (dny)	46,45	46,44	46,44	46,44	46,44
Doba splatnosti krátkodobých závazků (dny)	31,68	31,68	31,68	31,68	31,68
Ukazatele zadluženosti					
Celková zadluženost	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Zadluženost vlastního jmění	20 %	20 %	21 %	21 %	21 %

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita aktiv a vlastního kapitálu mají opět totožný vývoj a rostoucí tendenci. Stejně hodnoty v celém sledovaném období dosahuje rentabilita tržeb (29 %).

Ukazatele likvidity stále překračují doporučené hodnoty, ale je naznačen trend mírného snižování. To je způsobeno zpomalením růstu krátkodobého finančního majetku, kterého společnost nepotřebuje k provozu tolik.

Z ukazatelů aktivity je vidět, že obrat aktiv se navyšuje pouze nepatrně, a to o cca 0,01 ročně. Další ukazatele zůstávají po celé sledované období beze změny. U doby splatnosti pohledávek a doby splatnosti krátkodobých závazků je zachován nepoměr, který společnosti sice škodí, ale byl respektován minulý vývoj.

Ukazatele zadluženosti jsou naprosto stejné, jako v období 2013-2017, protože společnost nepoužívala cizí úročný kapitál, a tak není jeho využití plánováno ani na období 2018-2022. Celková zadluženost i zadluženost vlastního kapitálu dosahuje nízkých hodnot, ve kterých jsou promítnuty zejména závazky z obchodních vztahů a závazky k zaměstnancům.

Společnost Letiště Praha, a. s., dosahovala kladných výsledků a dobrých hodnot finančních ukazatelů v celém minulém období a tento vývoj byl promítnut do plánu na roky 2018-2022, při jehož tvorbě nebyl důvod k tomu, aby společnost nepokračovala ve stejném trendu.

10 Ocenění společnosti Letiště Praha, a. s.

Společnost Letiště Praha, a. s., je v této práci oceněna výnosovou metodou diskontovaného cash flow, konkrétně FCFF k datu 1. 1. 2019. Ocenění je dále provedeno ještě ve variantě bez provozně nepotřebného krátkodobého finančního majetku. Výsledné hodnoty jsou porovnány s oceněním účetní metodou.

10.1 Výpočet FCFF

Společnost letiště Praha, a. s., může být oceněna výnosovou metodou, jelikož byl potvrzen going concern princip v předchozích částech práce. Nejprve je vypočteno free cash flow do firmy (FCFF), kdy se od výsledku před úroky po zdanění a odpisů odečte růst pracovního kapitálu a růst investic. FCFF je vypočteno na období 2019-2022. Pracovní kapitál i investice ve sledovaném období rostly, ale pro účely vzorce výpočtu FCFF jsou v tabulce uvedeny jako záporné hodnoty.

Tabulka 29: Výpočet FCFF společnosti Letiště Praha, a. s., 2019-2022

FCFF (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022
EBIT (1-t)	2 325 403	2 441 673	2 563 757	2 691 945
Odpisy	390 927	410 473	430 997	452 547
- Růst WC	- 51 560	- 54 137	- 56 843	- 59 686
- Růst nových investic	- 535 973	- 562 772	- 590 910	- 620 456
FCFF	2 128 797	2 235 237	2 347 000	2 464 349

Zdroj: vlastní zpracování

10.1.1 Diskontní míra r_e a WACC

Jako diskontní míra, kterou se diskontují peněžní toky, jsou použity průměrné vážené náklady kapitálu. Pro výpočet WACC je potřeba znát hodnotu nákladů vlastního kapitálu r_e . Tyto náklady jsou vypočteny z CAPM modelu uvedeného v teoretické části práce. V tabulce níže jsou uvedeny hodnoty, které byly použity k výpočtu. β unlevered (nezadlužená) byla stanovena na 0,69 ze stránek profesora A. Damodarana (2018) v kategorii Air Transportation. Není potřeba ji pomocí vzorce přepočítávat na β levered (zadlužená), protože společnost nepoužívá cizí kapitál, a tak se hodnoty obou β rovnají. Do výpočtu byla použita bezriziková výnosová míra ve výši 2,5 %, která byla stanovena na základě výnosů státních dlouhodobých dluhopisů, zveřejňovaných Ministerstvem financí (2018). Riziková prémie trhu byla opět převzata ze stránek prof. Damodarana (2018) jako hodnota pro Českou republiku, platná v roce 2018 (5,89 %). Podle CAPM vychází náklady vlastního kapitálu na 6,56 %.

Tabulka 30: Výpočet r_e společnosti Letiště Praha, a. s.

β unlevered	0,69
r_f	2,50 %
$(r_m - r_f)$	5,89 %
r_e	6,56 %

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočet diskontovaného FCFF je zapotřebí znát WACC. Ty jsou v případě, že společnost nevyužívá cizí úročený kapitál rovny nákladům na vlastní kapitál. Došlo k navýšení WACC o 3 %, protože model CAPM v současnosti nízkých úrokových měr nedostatečně reflektuje riziko podstupované vlastníky. Zhodnocení necelých 7 % by vlastníky neuspokojilo. Výsledná hodnota WACC byla stanovena na 9,56 %.

10.1.2 Hodnota 1. fáze, hodnota 2. fáze a výsledné ocenění

Pro výpočet hodnoty první fáze je zapotřebí hodnoty FCFF pro jednotlivé roky diskontovat hodnotou WACC. Hodnota 1. fáze je stanovena jako součet diskontovaných FCFF. Hodnota 1. fáze je rovna 7,3 mld. Kč.

Tabulka 31: Výpočet hodnoty 1. fáze společnosti Letiště Praha, a. s.

FCFF 1. fáze	2019	2020	2021	2022
FCFF (tis. Kč)	2 128 797	2 235 237	2 347 000	2 464 349
WACC	9,56 %	9,56 %	9,56 %	9,56 %
FCFF diskontovaný (tis. Kč)	1 943 042	1 862 171	1 784 666	1 710 386
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	7 300 266			

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočet 2. fáze je zapotřebí stanovit pokračující hodnotu (PH). Ta je vypočtena pomocí Gordonova vzorce, který obsahuje tempo růstu g . Tempo růstu bylo stanoveno na 2 %, což vychází ze závěrů strategické analýzy. Je ovlivněno především vývojem makroekonomických veličin státu, jako je růst HDP a inflace. Pro účely této práce bylo tempo růstu g odhadnuto na 2 % i z toho důvodu, že se díky naplněným kapacitám letiště nepředpokládá strmější růst.

Hodnota 2. fáze je vypočtena jako diskontovaná pokračující hodnota, kde diskontem je opět WACC. 2. fáze dosahuje hodnoty 23,1 mld. Kč. Výsledná hodnota je součtem 1. a 2. fáze a ukazuje, že hodnota společnosti Letiště Praha, a. s., k datu 1. 1. 2019 je 30 376 904 000 Kč.

Tabulka 32: Výpočet 2. fáze a celkové hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s.

FCFF 2. fáze	
Tempo růstu g	2,00 %
WACC	9,56 %
FCFF pokračující (tis. Kč)	2 513 636
PH (tis. Kč)	33 249 156
2. fáze (tis. Kč)	23 076 638
Výsledné ocenění (tis. Kč)	30 376 904

Zdroj: vlastní zpracování

10.1.3 Ocenění bez provozně nepotřebného KFM

Některé zdroje uvádí, že je vhodnější oceňovat bez nepotřebného krátkodobého finančního majetku a jeho hodnotu přičíst až k výsledné hodnotě společnosti. V následujících tabulkách je tedy naznačen postup ocenění metodou diskontovaných FCFF bez nepotřebného KFM. Hodnoty jednotlivých položek vstupujících do ocenění zůstávají stejné, jediný rozdíl je ve výši pracovního kapitálu.

Tabulka 33: Výpočet FCFF bez nepotřebného KFM společnosti Letiště Praha, a. s.

FCFF s nutným NWC	2019	2020	2021	2022
Okamžitá likvidita	0,5	0,5	0,5	0,5
Nutný KFM (tis. Kč)	358 349	376 267	395 080	414 834
Nepotřebný KFM (tis. Kč)	1 296 976	1 291 253	1 285 242	1 278 932
NWC nutný (tis. Kč)	146 706	154 035	161 732	169 813
Růst NWC nutný (tis. Kč)	6 981	7 330	7 696	8 081
EBIT (1-t) (tis. Kč)	2 325 403	2 441 673	2 563 757	2 691 945
+ Odpisy (tis. Kč)	390 927	410 473	430 997	452 547
- Růst NWC (tis. Kč)	- 6 981	- 7 330	- 7 696	- 8 081
- Nové investice (tis. Kč)	- 535 973	- 562 772	- 590 910	- 620 456
FCFF s nutným NWC (tis. Kč)	2 173 376	2 282 045	2 396 147	2 515 954

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce lze vidět, že hodnota společnosti byla stanovena na 31 mld. Kč a po přičtení nepotřebného krátkodobého finančního majetku vzrostla na 32 315 443 000 Kč. Hodnota nepotřebného KFM pochází z roku 2018.

Tabulka 34: Výpočet celkové hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s., s nepotř. KFM

	2019	2020	2021	2022
FCFF (tis. Kč)	2 173 376	2 282 045	2 396 147	2 515 954
WACC	9,56 %	9,56 %	9,56 %	9,56 %
FCFF diskontovaný (tis. Kč)	1 983 731	1 901 166	1 822 038	1 746 203
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	7 453 138			
FCFF pokrač. (tis. Kč)	2 566 274			
PH (tis. Kč)	33 945 417			
2. fáze (tis. Kč)	23 559 879			
Hodnota 1. a 2. fáze (tis. Kč)	31 013 017			
Nepotřebný KFM (tis. Kč)	1 302 426			
Výsledné ocenění (tis. Kč)	32 315 443			

Zdroj: vlastní zpracování

10.2 Srovnání s dalšími metodami výpočtu hodnoty

Metoda DCF entity bude porovnána s účetní hodnotou společnosti a s hodnotou stanovenou pomocí odvětvového multiplikátoru EV/EBITDA.

10.2.1 Účetní hodnota

Hodnota společnosti určovaná účetní metodou vychází pouze z rozvahy. Hodnota se rovná celkovým aktivům, resp. pasivům. Problémem této metody je, že nerespektuje princip pokračování podniku, a pokud se jedná o prosperující společnost, tak výslednou hodnotu společnosti silně podhodnocuje. Zde je účetní hodnota stanovena k 31. 12. 2017, protože rok 2017 je posledním rokem s dostupnými reálnými účetními výkazy. Účetní hodnota společnosti Letiště Praha, a. s., je 6 307 543 000 Kč.

10.2.2 Metoda odvětvových multiplikátorů

Metoda odvětvových multiplikátorů je jednou z metod tržního porovnání. Byl zvolen multiplikátor EV/EBITDA, kde EV značí *enterprise value*, který porovnává podniky působící ve stejném odvětví. Hodnota tohoto multiplikátoru byla získána z dat dostupných na stránkách prof. Damodarana (2018). Byla vybrána hodnota EV/EBITDA pro evropský trh a odvětví letecké dopravy (7,08). Výsledná hodnota je stanovena k 1. 1. 2019 a dosahuje výše 21 993 816 000 Kč.

Tabulka 35: Hodnota společnosti Letiště Praha, a. s., metodou odvětvových multiplikátorů

EBITDA 2017 (tis. Kč)	3 106 471
EV/EBITDA Air Transport	7,08
Výsledná hodnota (tis. Kč)	21 993 816

Zdroj: vlastní zpracování

10.2.3 Porovnání výsledků ocenění

V tabulce níže je uvedeno srovnání výsledných hodnot společnosti Letiště Praha, a. s., stanovených metodou DCF entity ve dvou variantách, účetní metodou a pomocí odvětvových multiplikátorů.

Tabulka 36: Porovnání hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s., různými metodami

Hodnota společnosti Letiště Praha a. s., v tis. Kč	
Účetní hodnota	6 307 543
EV/EBITDA	21 993 816
DCF entity	30 376 904
DCF entity s nepotř. KFM	32 315 443

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce 36 jsou vidět hodnoty společnosti stanovené použitými metodami. První a nejnižší hodnotou je hodnota účetní. Jak již bylo výše zmíněno, tato hodnota vychází velice nízká téměř vždy. Je jasné, že i kdyby byla účetní hodnota stanovena ke stejnému datu, jako metodou diskontovaných FCFF, tj. k 1. 1. 2019, nebude dosahovat o mnoho vyšší hodnoty. Pro společnost je to indikátorem, že tvoří hodnotu a vyplatí se v činnosti pokračovat.

Hodnota společnosti stanovená na základě tržního porovnání se blíží více hodnotě výnosovou metodou než předešlá metoda. Přesto vychází o cca 10 mld. Kč nižší. To může být způsobeno hodnotou multiplikátoru, který je platný pro celé odvětví letecké dopravy, a tak zahrnuje i letecké společnosti a další letecké podniky, které se liší od letišť.

Hodnoty společnosti stanovené pomocí diskontovaného FCFF se od sebe liší pouze o necelé 2 mld. Kč. Tato odchylka není tak veliká, protože postup výpočtu byl téměř stejný a vzhledem k tomu, v jak vysokých číslech se společnost pohybuje, nebyly změny natolik markantní. Rozhodně se jedná o metodu, jejíž použití je mnohem věrohodnější a nejvhodnější.

Závěr

Cílem této práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s., k 1. 1. 2019. Společnost byla oceňována pomocí výnosové metody DCF s použitím FCFF. Závěry této práce mohou sloužit jako podklady pro rozhodování managementu společnosti nebo případným novým investorům. Práce bude využita v rámci projektu Technologické agentury TA ČR ÉTA Hodnota letecké dopravy pro Českou republiku.

V teoretické části práce byly představeny základní přístupy a metodologie oceňování podniku. Praktická část byla celá zaměřena na aplikaci popsaných metod na společnost Letiště Praha, a. s. Společnost byla na začátku praktické části krátce představena.

Praktická část pokračovala strategickou analýzou vybrané společnosti, kde bylo analyzováno její makro i mikrookolí. Z analýzy trhu letecké dopravy vyplynulo, že se jedná o velice rychle se rozvíjející odvětví. Z hlediska mikrookolí dopadla strategická analýza pro Letiště Praha velice pozitivně s existencí pouze minimálních hrozeb.

V části finanční analýzy byly vyhodnocovány účetní výkazy společnosti Letiště Praha, a. s., za období 2013-2017 pomocí horizontální a vertikální analýzy. Dále bylo zkoumáno dodržování bilančních pravidel a vypočteny poměrové ukazatele, ze kterých vyplývalo, že se jedná o velmi prosperující společnost, která není podle Altmanova Z-skóre ani podle IN05 ohrožena bankrotem.

Po vyhodnocení finančního zdraví společnosti bylo přistoupeno k tvorbě finančního plánu. Plán byl sestaven s využitím generátorů hodnoty a se závěry ze strategické a finanční analýzy. Plán byl sestaven v podobě zkrácené rozvahy a výkazu zisku a ztráty na období 2018-2022.

Jelikož byl v předchozích kapitolách potvrzen going concern princip, mohla být společnost oceňována výnosovou metodou. Jako základní metoda byla zvolena metoda diskontovaného cash flow ve variantě entity, tedy s využitím FCFF. Společnost byla oceněna touto metodou k 1. 1. 2019. V základní variantě byla hodnota společnosti stanovena na 30 376 904 tis. Kč. Ve variantě s přičtením nepotřebného krátkodobého finančního majetku dosahovala hodnota společnosti 32 315 443 tis. Kč. V poslední kapitole byla určena hodnota společnosti Letiště Praha, a. s., účetní metodou na základě hodnoty aktiv z roku 2017. Výsledná hodnota byla 6 307 543 tis. Kč. Taktéž byla stanovena hodnota společnosti využitím odvětvového multiplikátoru EV/EBITDA k 1. 1. 2019, která dosahovala výše 21 993 816 tis. Kč.

Velké rozdíly mezi metodou výnosovou a účetní jsou způsobeny menší vhodností účetní metody, která nerespektuje pokračování podniku. O něco vhodnější se zdá použití odvětvových multiplikátorů, ale ty zahrnují široké spektrum leteckých podniků, a proto v tomto případě poskytují nižší hodnotu. Proto je mnohem relevantnější přihlížet k výsledku mezi 30-32 mld. Kč. V realitě je ale hodnota Letiště Václava Havla Praha pravděpodobně vyšší vzhledem k tomu, o jak strategický objekt se pro Českou republiku jedná.

Seznam použité literatury

Knihy

DEDOUCHOVÁ, Marcela. *Strategie podniku*. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071796034.

DĚDIČ, Jan a kol. *Obchodní zákoník, Komentář, díl I. – IV.*, Polygon, Praha, 2002.

HOBZA, Vladimír a Eva SCHWARTZHOFFOVÁ. *Manažerská ekonomika: kapitoly k finanční analýze: výkladový text, příklady a případové studie*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2015. ISBN 978-80-244-4889-3.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing: strategie a trendy. 2., rozš. vyd.* Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 8024746700.

JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 9788024741277.

KEŘKOVSKÝ, Miloslav a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi. 2. vyd.* Praha: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071794538.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck, 1999. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-227-6.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd.* Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, Eva a Ivan NOVÝ. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. Praha: C.H. Beck, 2005. Ekonomie (C.H. Beck). ISBN 8071798479.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.

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

PORTER, Michael E. *On competition, Harvard Business ReviewBook*. Updated and expanded edition. Harvard Business Press, 2008. ISBN 978-1-4221-5562-2.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.

SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-0413-0.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071793671.

SŮVOVÁ, Helena. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. Praha: Bankovní institut, 1999. Bankovníctví. ISBN 80-7265-027-0.

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1992-4.

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. *Podniková ekonomika*. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-336-3.

Ostatní zdroje

AEROWEB, 2018. Letiště. AEROWEB [online]. [cit. 2018-08-18]. Dostupné z: <https://www.aeroweb.cz/letište>

CAFOUREK, Tomáš, 2018. Imigrační kontroly už v Praze. Ruzyně chce být vstupní branou do USA. IDnes.cz [online]. 27. 3. 2018 [cit. 2018-08-08]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/letište-praha-usa-odbaveni-letectvi-preclearance-imigracni-kontrola-1ir-/eko-doprava.aspx?c=A180327_134747_eko-doprava_cfr

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA [ČNB]. *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE), 2014* [online]. [cit. 2018-07-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf

Český aeroholding, 2018. O nás. ČESKÝ AEROHOLDING [online]. [cit. 2018-08-08]. Dostupné z: <https://www.cah.cz/cs/o-nas/>

ČTK, 2018. IATA: Počet leteckých pasažérů se za 20 let zdvojnásobí. In: ČTK ČESKÉ NOVINY [online]. 24. 10. 2017 [cit. 2018-08-11]. Dostupné z: <http://www.ceskenoviny.cz/zpravy/iata-pocet-leteckych-pasazeru-se-za-20-let-zdvojnasi/1542455>

DAMODARAN Aswath. *Valuation: Session 1 An Introduction* In: Youtube [online]. 25. 8. 2014 [cit. 2018-07-09]. Dostupné z: https://www.youtube.com/watch?v=znmQ7oMiQrM&feature=youtu.be&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbl9

DAMODARAN, Aswath, Country Default Spreads and Risk Premiums. In: *Damodaran ONLINE* [online]. New York, 5. 1. 2018 [cit. 2018-08-11]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DAMODARAN, Aswath, Levered and Unlevered Betas by Industry: Europe. In: *Damodaran ONLINE* [online]. New York, 5. 1. 2018 [cit. 2018-08-11]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DAMODARAN, Aswath, Value/EBIT & Value/EBITDA Multiples by Industry Sector: Europe. In: *Damodaran ONLINE* [online]. New York, 5. 1. 2018 [cit. 2018-08-17]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL [IVSC]. *International Valuation Standards 2017: Redline Version* [online]. [cit. 2018-07-06] Dostupné z: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/812>

IVSC. About Us, c2018. IVSC [online]. [cit. 2018-07-06]. Dostupné z: <https://www.ivsc.org/about>

Letiště Praha, 2018. Airport Facts. Prague Airport [online]. [cit. 2018-08-14]. Dostupné z: <https://www.prg.aero/airport-facts-detail>

Letiště Praha, 2018. Letištní ceník. Letiště Praha [online]. [cit. 2018-08-08]. Dostupné z: <https://www.prg.aero/sites/default/files/obsah/staticke-stranky/5150/soubory/resource2.pdf>

Letiště Praha, 2018. Nový letní letový řád přinese 6 nových destinací a přímé spojení do 157 míst po celém světě. Letiště Praha [online]. 22. 3. 2018 [cit. 2018-08-08]. Dostupné z: <https://www.prg.aero/novy-letni-letovy-rad-prinese-6-novych-destinaci-prime-spojzeni-do-157-mist-po-celem-svete-0>

Letiště Praha, 2018. O společnosti. Letiště Praha [online]. [cit. 2018-08-08]. Dostupné z: <https://www.prg.aero/o-spolecnosti>

MFČR, 2018. Emisní kalendář střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů: červen 2018. In: *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha, 21. 5. 2018 [cit. 2018-08-11]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/emisni-kalendare-sdd/2018/emisni-kalendar-strednedobych-a-dlouhodo-31919>

Nařízení Komise (EU) č. 651/2014 ze dne 17. června 2014, kterým se v souladu s články 107 a 108 Smlouvy prohlašují určité kategorie podpory za slučitelné s vnitřním trhem (Úř. věst. L 187/1, 26. 6. 2014). Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0651&from=CS>

SŮRA, Jan, 2018. Ruzyni čeká obří expanze za 27 miliard. Přibude ranvej, zvětší se terminál. In: *IDnes* [online]. 5. 4. 2017 [cit. 2018-08-11]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/letiste-ruzyne-modernizace-dpn-eko-doprava.aspx?c=A170405_130625_eko-doprava_rts

TEGOVA. EVS (Blue Book): European Valuation Standards (EVS), c2012. *TEGoVA* [online]. [cit. 2018-07-06]. Dostupné z: <https://www.tegova.org/en/p4912ae3909e49>

THE APPRAISAL FOUNDATION. Standards and Qualifications, c2018. *The Appraisal Foundation: Authorized by Congress as the Source of Appraisal Standards and Appraiser Qualifications* [online]. [cit. 2018-07-06]. Dostupné z: https://www.appraisalfoundation.org/imis/TAF/Standards/Appraisal_Standards/Uniform_Standards_of_Professional_Appraisal_Practice/TAF/USPAP.aspx

Výroční zprávy 2013-2017: Letiště Praha, a. s. Justice.cz [online]. [cit. 2018-08-08]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715683>

Zákon č. 513/1991 Sb., ze dne 5. listopadu 1991, Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů*. ISSN 1211-1244. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>

Zákon č. 551/1997 Sb., ze dne 17. června 1997, o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku). In: *Sbírka zákonů*. ISSN 1211-1244. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1997-151>

Zákon č. 89/2012 Sb., ze dne 3. února 2012, Občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů*. ISSN 1211-1244. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>

Seznam obrázků

Obrázek 1: Okolí podniku	14
Obrázek 2: Porterův model pěti sil	17
Obrázek 3: Vybrané metody oceňování.....	30
Obrázek 4: DCF modely	35
Obrázek 5: Logo Letiště Praha, a. s.	42
Obrázek 6: Růst HDP v letech 2013-2019	45
Obrázek 7: Vývoj míry inflace v letech 2013-2019	45
Obrázek 8: Vývoj průměrné mzdy v letech 2013-2019	46
Obrázek 9: Vývoj průměrné mzdy v letech 2013-2017	46
Obrázek 10: Vývoj míry nezaměstnanosti v letech 2013-2019.....	47
Obrázek 11: Mapa veřejných mezinárodních letišť v České republice	48
Obrázek 12: Vybraná mezinárodní letiště v okolí České republiky	49
Obrázek 13: Počet cestujících v letecké mezinárodní dopravě v ČR v letech 2010-2017	50
Obrázek 14: Počet přepravených osob v roce 2017 na vybraných letištích	50
Obrázek 15: Vývoj vnitrostátní letecké dopravy 2010-2016	53
Obrázek 16: Vývoj tržeb a EAT společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	57
Obrázek 17: Vývoj struktury aktiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	58
Obrázek 18: Struktura pasiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	59
Obrázek 19: Zlaté bilanční pravidlo společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	61
Obrázek 20: Pari pravidlo společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	61
Obrázek 21: Růstové pravidlo společnosti Letiště Praha, a. s., 2014-2017	62
Obrázek 22: Pravidlo vyrovnání rizika společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	62
Obrázek 23: Vývoj rentability společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	63
Obrázek 24: Ukazatele likvidity společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	64
Obrázek 25: Ukazatele aktivity společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	65
Obrázek 26: Analýza NWC společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	67
Obrázek 27: Altmanovo Z-skóre společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	68
Obrázek 28: Index IN05 společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	69

Seznam tabulek

Tabulka 1: Vyhodnocení Z-skóre.....	26
Tabulka 2: Vyhodnocení IN05.....	26
Tabulka 3: Sazba vybraných daní v ČR 2013-2018.....	43
Tabulka 4: HDP pro Českou republiku výdajovou metodou v letech 2013-2019.....	44
Tabulka 5: Vývoj míry inflace v letech 2013-2019.....	45
Tabulka 6: Vývoj nezaměstnanosti v letech 2013-2019.....	47
Tabulka 7: Počet přepravených cestujících v letech 2013-2018 na Letišti Václava Havla	47
Tabulka 8: Horizontální analýza aktiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	54
Tabulka 9: Horizontální analýza pasiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	55
Tabulka 10: Horizontální analýza VZZ společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	56
Tabulka 11: Vertikální analýza aktiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	57
Tabulka 12: Vertikální analýza pasiv společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	59
Tabulka 13: Vertikální analýza VZZ společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	60
Tabulka 14: Ukazatele rentability společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	63
Tabulka 15: Ukazatele likvidity společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	64
Tabulka 16: Ukazatele aktivity společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	65
Tabulka 17: Ukazatele zadluženosti společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	66
Tabulka 18: Analýza pracovního kapitálu společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017..	67
Tabulka 19: Prognóza tržeb společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022.....	71
Tabulka 20: Provozní zisková marže shora společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-201772	72
Tabulka 21: Provozní zisková marže shora společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-202272	72
Tabulka 22: Provozní zisková marže zdola společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-202273	73
Tabulka 23: Analýza KFM společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	73
Tabulka 24: Analýza NWC společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017.....	74
Tabulka 25: Analýza NWC společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022.....	74
Tabulka 26: Plánový VZZ společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022.....	75
Tabulka 27: Plánová rozvaha společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022.....	77
Tabulka 28: Poměrové ukazatele společnosti Letiště Praha, a. s., 2018-2022.....	78
Tabulka 29: Výpočet FCFF společnosti Letiště Praha, a. s., 2019-2022.....	80
Tabulka 30: Výpočet r_e společnosti Letiště Praha, a. s.....	81
Tabulka 31: Výpočet hodnoty 1. fáze společnosti Letiště Praha, a. s.....	81
Tabulka 32: Výpočet 2. fáze a celkové hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s.	82
Tabulka 33: Výpočet FCFF bez nepotřebného KFM společnosti Letiště Praha, a. s.....	82
Tabulka 34: Výpočet celkové hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s., s nepotř. KFM..	83
Tabulka 35: Hodnota společnosti Letiště Praha, a. s., metodou odvětvových multiplikátorů.....	84
Tabulka 36: Porovnání hodnoty společnosti Letiště Praha, a. s., různými metodami ...	84

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha – aktiva společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	94
Příloha 2: Rozvaha – pasiva společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	95
Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017	96

Přílohy

Příloha 1: Rozvaha – aktiva společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

ROZVAHA – aktiva (v tis. Kč)						
	Datum	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
	AKTIVA CELKEM	4 489 095	4 574 429	4 830 795	5 132 244	6 307 543
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	52 061				
B.	Dlouhodobý majetek	2 136 417	2 184 354	2 210 835	2 413 518	2 697 530
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	9 251	12 026	21 568	28 159	31 211
B. I. 3.	Software	7 093	6 117	3 957	2 667	7 268
4.	Ocenitelná práva	1 459	1 849	11 597	21 507	20 060
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	699	4 060	4 350	3 179	2 751
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek			1 664	806	1 132
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	2 127 166	2 172 328	2 189 267	2 385 359	2 666 319
B. II. 2.	Stavby	731 973	812 537	931 797	1 129 130	1 349 157
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 324 257	1 220 660	1 186 990	1 106 304	1 120 860
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	67	67	67	67	67
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	70 869	139 064	70 413	149 858	196 235
C.	Oběžná aktiva	1 945 501	1 952 171	2 176 084	2 271 552	3 090 650
C. I.	Zásoby	380 731	362 597	391 001	445 088	448 974
C. I. 1.	Materiál	50 496	36 776	31 251	28 106	24 473
2.	Nedokončená výroba a polotovary	324 822	323 134	356 447	413 130	420 000
3.	Výrobky		77	1 055	2 900	3 652
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	697	657	688	733	742
5.	Zboží	1 431	1 664	1 545		
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	3 285	289	15	219	107
C. II.	Dlouhodobé pohledávky				108	108
C. II. 1.	Dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů				108	108
C. III.	Krátkodobé pohledávky	876 489	669 661	745 953	803 077	976 405
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	716 176	565 192	644 346	681 972	838 720
6.	Stát – daňové pohledávky	99 843	37 200	28 352	73 485	81 487
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	46 780	39 069	38 140	34 399	38 139
8.	Dohadné účty aktivní	11 919	26 434	32 877	11 298	16 152
9.	Jiné pohledávky	1 771	1 766	2 238	1 923	1 907
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	688 281	919 913	1 039 130	1 023 279	1 665 163
C. IV. 1.	Peníze	3 206	3 421	5 454	6 021	5 926

ROZVAHA – aktiva (v tis. Kč) pokračování						
2.	Účty v bankách	685 075	916 492	1 033 676	1 017 258	1 659 237
D. I.	Časové rozlišení	355 116	437 904	443 876	447 174	519 363
D. I. 1.	Náklady příštích období	354 491	434 100	442 043	446 174	518 863
3.	Příjmy příštích období	625	3 804	1 833	1 000	500

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Příloha 2: Rozvaha – pasiva společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

ROZVAHA – pasiva (v tis. Kč)						
	Datum	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
	PASIVA CELKEM	4 489 095	4 574 429	4 830 795	5 132 244	6 307 543
A.	Vlastní kapitál	3 518 077	3 661 847	3 948 112	4 171 902	5 168 088
A. I.	Základní kapitál	2 512 227	2 512 227	2 512 227	2 512 227	2 512 227
A. I. 1.	Základní kapitál	2 512 227	2 512 227	2 512 227	2 512 227	2 512 227
A. II.	Kapitálové fondy	35	35	35	35	35
2.	Ostatní kapitálové fondy	35	35	35	35	35
A. III.	Fondy ze zisku	63 966				
A. III. 1.	Rezervní fond	63 966				
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	- 614				609 640
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	- 614				
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	942 463	1 149 585	1 435 850	1 659 640	2 046 186
B.	Cizí zdroje	852 983	783 625	825 003	894 420	1 061 130
B. I.	Rezervy	65 177	95 897	102 185	94 407	136 955
3.	Rezerva na daň z příjmů	53 188	87 908	87 322	73 945	116 884
4.	Ostatní rezervy	11 989	7 989	14 863	20 462	20 071
B. II.	Dlouhodobé závazky	213 397	213 150	212 373	233 738	257 790
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	52 757	64 942	76 600	102 427	133 735
10.	Odložený daňový závazek	160 640	148 208	135 773	131 311	124 055
B. III.	Krátkodobé závazky	574 409	474 578	510 445	566 275	666 385
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	356 765	236 085	203 262	264 642	335 088
5.	Závazky k zaměstnancům	57 759	57 361	51 965	56 870	59 705
6.	Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	29 439	29 648	28 921	32 746	35 181
7.	Stát – daňové závazky a dotace	13 028	16 008	14 572	13 879	13 722
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	15 364	13 563	30 748	9 565	13 503
10.	Dohadné účty pasivní	99 641	119 526	178 768	186 756	207 359
11.	Jiné závazky	2 413	2 387	2 209	1 817	1 827
C. I.	Časové rozlišení	118 035	128 957	57 680	65 922	78 325
C. I. 1.	Výdaje Příštích období	63 226	88 695	31 946	58 655	74 301
2.	Výnosy příštích období	54 809	40 262	25 734	7 267	4 024

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti Letiště Praha, a. s., 2013-2017

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT (v tis. Kč)						
	Datum	2013	2014	2015	2016	2017
I.	Tržby za prodej zboží	16 638	14 990	15 942	23 137	21 901
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	9 408	8 570	8 521	10 780	12 464
+	Obchodní marže	7 230	6 420	7 421	12 357	9 437
II.	Výkony	5 488 138	5 675 863	5 968 409	6 479 342	7 365 225
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 462 019	5 643 438	5 927 958	6 416 830	7 346 925
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	18 580	25 060	38 663	58 989	11 257
3.	Aktivace	7 539	7 365	1 788	3 523	7 043
B.	Výkonová spotřeba	2 817 735	2 758 587	2 740 772	2 864 664	3 063 727
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	508 796	427 451	411 051	428 766	424 089
B. 2.	Služby	2 308 939	2 331 136	2 329 721	2 435 898	2 639 638
+	Přidaná hodnota	2 677 633	2 923 696	3 235 058	3 627 035	4 310 935
C.	Osobní náklady	1 118 447	1 075 459	1 049 152	1 200 322	1 367 265
C. 1.	Mzdové náklady	797 824	746 946	733 098	854 120	974 561
C. 2.	Odměny členům orgánů společnosti	2 514	21 345	13 527	-	-
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	267 232	259 211	255 142	293 308	332 669
C. 4.	Sociální náklady	50 877	47 957	47 385	52 894	60 035
D.	Daně a poplatky	11 127	1 705	1 429	3 559	6 390
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	364 086	361 842	369 806	318 078	356 830
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	63 090	61 833	54 235	47 696	59 993
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 782	4 895	6 735	2 694	9 162
2.	Tržby z prodeje materiálu	61 308	56 938	47 500	45 002	50 831
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	57 414	55 099	44 260	41 642	48 606
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	390	1 890	377	219	1 699
F. 2.	Prodaný materiál	57 024	53 209	43 883	41 423	46 907
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	- 34 068	- 508	- 27 752	2 417	- 2 469
IV.	Ostatní provozní výnosy	31 677	30 822	26 089	17 614	25 078
H.	Ostatní provozní náklady	89 136	102 259	95 489	63 840	65 356
*	Provozní výsledek hospodaření	1 166 258	1 420 495	1 782 998	2 062 487	2 554 028

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT (v tis. Kč) pokračování						
	Datum	2013	2014	2015	2016	2017
X.	Výnosové úroky	3 646	3 865	2 615	1 817	245
N.	Nákladové úroky	36	7	9	3	-
XI.	Ostatní finanční výnosy	12 780	15 764	10 914	2 644	-
O.	Ostatní finanční náklady	8 286	4 706	8 875	4 762	11 029
*	Finanční výsledek hospodaření	8 104	14 916	4 645	- 304	- 10 784
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	231 899	285 826	351 793	402 543	497 058
Q. 1.	- splatná	245 592	298 258	364 228	407 005	504 314
Q. 2.	- odložená	- 13 693	- 12 432	- 12 435	- 4 462	- 7 256
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	942 463	1 149 585	1 435 850	1 659 640	2 046 186
** *	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	942 463	1 149 585	1 435 850	1 659 640	2 046 186
* ** *	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	1 174 362	1 435 411	1 787 643	2 062 183	2 543 244

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti Letiště Praha, a. s.

Evidence výpůjček

Prohlášení:

Dávám svolení k půjčování této diplomové práce. Uživatel potvrzuje svým podpisem, že bude tuto práci řádně citovat v seznamu použité literatury.

Jméno a příjmení: Natálie Polednová

V Praze dne: 24. 08. 2018

Podpis:

Jméno	Oddělení/ Pracoviště	Datum	Podpis