

ZNALECKÝ POSUDEK

č. 391-10/2017

O STANOVENÍ CENY AKCIÍ SPOLEČNOSTI

VHOS, a. s.



Objednatel :	VHOS, a. s. IČ: 481 72 901 Nádražní 1430/6 Moravská Třebová – Předměstí PSČ 571 01
Účel posudku:	Ocenění hodnoty akcií za účelem stanovení ceny pro jejich prodej
Posudek vypracoval:	Ing. Libor Buček Trávník 2083 686 03 Staré Město
Ocenění provedeno ke dni:	31. března 2017
Datum vyhotovení:	21. června 2017

1. ÚVOD

1.1. ÚČEL ZNALECKÉHO POSUDKU

Zpracování znaleckého posudku o ocenění akcií společnosti VHOS, a. s. je prováděno za účelem prodeje akcií formou veřejné soutěže o nejvhodnější nabídku.

1.2. PŘEDMĚT OCENĚNÍ

Předmětem posudku je ocenění 186 ks akcií v jednotkové jmenovité hodnotě 1000,-Kč, na majitele vydaných společností VHOS, a. s., se sídlem Moravská Třebová - Předměstí, Nádražní 1430/6, PSČ 571 01, IČ: 481 72 901, která byla zapsána do obchodního rejstříku, vedeného Krajským soudem v Brně, dne 1. listopadu 1993, oddíl B, vložka 965 (dále též jen jako „VHOS“ nebo „společnost“). Ocenění předmětných akcií je provedeno ke dni 31. března 2017.

1.3. STANDARD HODNOTY

Standard hodnoty použitý při tomto ocenění je tržní hodnota, jež je definována jako odhadnutelná částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, obezřetně a bez nátlaku. Tržní hodnota dále obsahuje předpoklad nejlepšího možného využití, který je v mezinárodních oceňovacích standardech definován jako nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.

1.4. VEŘEJNÁ SOUTĚŽ O NEJVHODNĚJŠÍ NABÍDKU

Ustanovení § 1772 a násl. zák. č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku, v platném znění, upravuje postup uzavření smlouvy formou veřejné soutěže o nejvhodnější nabídku. K vyhlášení veřejné obchodní soutěže se vyžaduje, aby byly písemně obecným způsobem vymezeny předmět požadovaného závazku a zásady ostatního obsahu zamýšlené smlouvy, na němž navrhovatel trvá, určen způsob podávání návrhů, stanovena lhůta, do které lze návrhy podávat, a lhůta pro oznámení vybraného návrhu. Vyhlášovatel nemůže uveřejněné podmínky soutěže měnit nebo soutěž zrušit, ledaže si toto právo v uveřejněných podmínkách soutěže vyhradil a změnu nebo zrušení uveřejnil způsobem, kterým vyhlásil podmínky soutěže. Vyhlášovatel vybere nejvhodnější z předložených návrhů a oznámí jeho přijetí způsobem a ve lhůtě, jež stanoví podmínky soutěže.

1.5. DEN OCENĚNÍ

Ocenění akcií vydaných společností je provedeno ke dni 31. března 2017. Při ocenění předmětných akcií znalec vycházel ze stavu majetku a závazků ke dni 31. března 2017. K tomuto datu byly společností sestaveny účetní výkazy, jež byly dále použity pro predikci volného peněžního toku společnosti pro budoucí období. Vzhledem k této skutečnosti znalec

považuje za nutné konstatovat, že od data sestavení výkazů ke dni provedení ocenění, není znalci známo, že by ve společnosti došlo k událostem, jež by mohly mít zásadní vliv na ocenění.

1.6. PROHLÁŠENÍ

1.7. Prohlašuji, že

- a) jsem zcela nezávislý na společnosti ZEA Světice, a.s. či Zemědělské družstvo Světice, v likvidaci, a jejich zástupcích,
- b) má odměna nezávisí na výsledku ocenění obsaženém v tomto znaleckém posudku,
- c) nemám v současné době a ani v budoucnosti neočekávám žádnou účast ani prospěch z podnikání, které souvisí s předmětem ocenění v tomto znaleckém posudku.

1.8. ROZSAH A POUŽITÍ OCENĚNÍ

- a) toto ocenění bylo provedeno pouze pro účel stanovený v tomto posudku a nejsem odpovědný za jakékoli jiné použití tohoto posudku než pro tento účel,
- b) podklady poskytnuté objednatelem pro účel tohoto ocenění nebyly prověřovány a byly považovány za správné, pravdivé a reálné,
- c) zdroje, z nichž byly čerpány externí informace, jsou obecně považovány za důvěryhodné, a proto správnost takto získaných informací nebyla dále ověřována,
- d) předpokládá se plný soulad se všemi zákony a předpisy v České republice a odpovědné vlastnictví a správa vlastnických práv,
- e) při ocenění byly respektovány právní předpisy platné v době zpracování
- f) ocenění bylo zpracováno na základě podmínek, které byly známy v době jeho provádění, za případné změny v tržních podmínkách po předání ocenění nebude převzata žádná odpovědnost,
- g) předpokládá se, že mohou být získány nebo obnoveny všechny požadované licence, nájemní smlouvy, osvědčení o držbě nebo jiná legislativní nebo administrativní oprávnění od kteréhokoliv místního, státního nebo vládního úřadu nebo soukromé osoby nebo organizace, pro jakoukoliv potřebu a použití, na nichž je založen odhad hodnoty obsažený v tomto posudku
- h) znalecký posudek není (i) doložením přiměřenosti protiplnění v nuceném přechodu, (ii) poradenstvím v oblasti investic, (iii) poradenstvím v oblasti účetnictví, ani (iv) poskytováním právních služeb ani vyjádření právního názoru na jakoukoli právní otázku

1.9. OBTÍŽE PŘI VYHOTOVÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU

Při zajišťování podkladů nezbytných pro ocenění akcií společnosti VHOS, a.s. i při zhotovování znaleckého posudku se nevyskytly žádné potíže ani nebyly kladeny žádné překážky.

1.10. ÚDAJE O POSUDKU

Posudek obsahuje 58 stran textu a 34 stran příloh a je vyhotoven ve třech písemných vyhotoveních. Dvě vyhotovení jsou určena pro objednatele a zbylé je uloženo v archivu znalce.

NÁLEZ

2. ÚDAJE O SPOLEČNOSTI

Obchodní firma:	VHOS, a.s.
IČ:	481 72 901
Sídlo:	Moravská Třebová - Předměstí, Nádražní 1430/6
Právní forma:	akciová společnost
Základní kapitál:	35,815.000,- Kč
Datum vzniku:	1. listopadu 1993

2.1. ZALOŽENÍ SPOLEČNOSTI

Společnost VHOS, a. s., byla založena podle par. 172 obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti byl Fond národního majetku České republiky se sídlem v Praze 2, Rašínovo nábřeží 42, na který přešel majetek státního podniku ve smyslu par. 11 odst. 2 zák. č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, ve znění zákona č. 210/1993 Sb.

2.2. OBOROVÉ ZAŘAZENÍ PODNIKU

Podnik VHOS, a. s. svým zaměřením spadá dle odvětvové klasifikace ekonomických činností (CZ –NACE) platného od 1. 1. 2008 do sekce E – Zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi. Toto odvětví je regulováno zákonem č. 274/2001 Sb., o vodovodech a kanalizacích. Dále je oblast upravena prováděcí vyhláškou č. 428/2001 Sb., kterou se uvedený zákon provádí a příslušnými metodickými pokyny. Státní správu vykonávají na úseku vodovodů a kanalizací ministerstvo zemědělství, krajské úřady, obecní úřady obcí s rozšířenou působností a újezdní úřady na území vojenských újezdů jako vodoprávní úřady.

2.3. PŘEDMĚT PODNIKÁNÍ

Předmět podnikání zapsaný v obchodním rejstříku zahrnuje tyto činnosti:

- Podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady
- Montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení
- Opravy silničních vozidel
- Montáž, opravy, revize a zkoušky tlakových zařízení a nádob na plyny
- Projektová činnost ve výstavbě
- Provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- Vodoinstalatérství, topenářství
- Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- Výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- Silniční motorová doprava – nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, -nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí

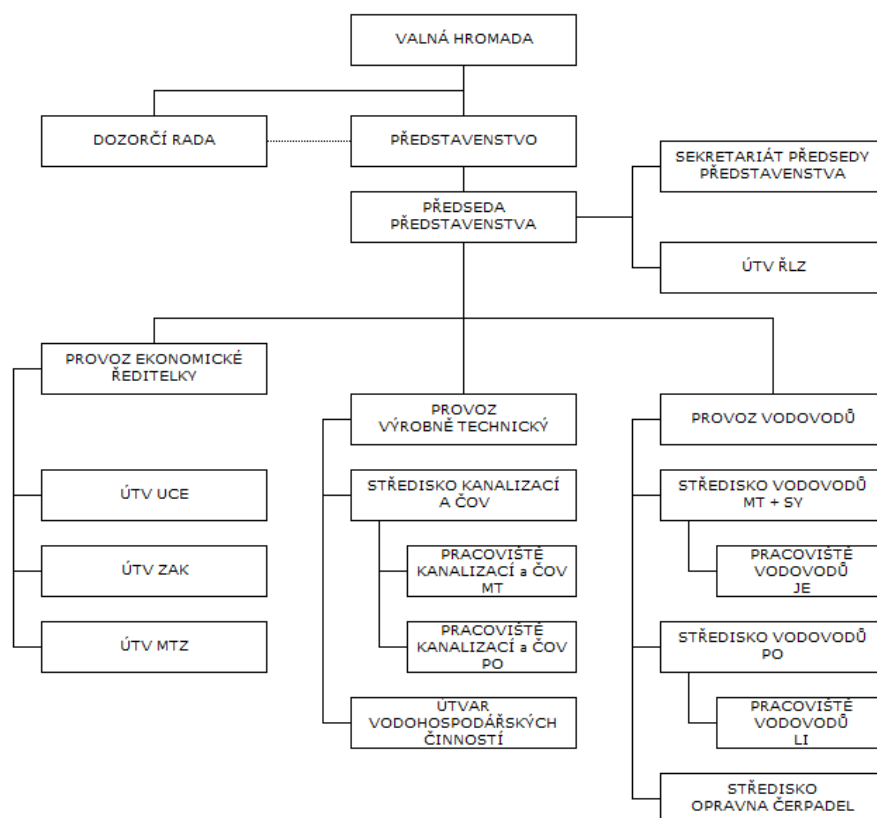
2.4. PERSONÁLNÍ OBLAST

Průměrný počet zaměstnanců v posledním hospodářském období činil 97, z toho bylo 12 vedoucích pracovníků.

2.5. ORGANIZAČNÍ STRUKTURA PODNIKU

Akciová společnost tvoří jeden organizační celek. Základními organizačními jednotkami jsou provozy a útvary. Nosnými předměty činnosti a.s. byly v aktuálním období provoz vodovodů a kanalizací, nákup zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej a rovněž provádění staveb, jejich změn a odstraňování. Technickou činnost v oboru a metodickou činnost zajišťují odborné útvary. Organizační složky nejsou samostatnými účetními jednotkami, společnost vede vnitropodnikové účetnictví. Společnost nemá zřízenou organizační složku v zahraničí.

Graf: Schéma organizačního uspořádání společnosti VHOS, a.s.



2.6. ÚDAJE O PROVOZOVANÉM MAJETKU

Na okrese Svitavy je VHOS, a. s. největším provozovatelem vodovodů a kanalizací. V současné době má podepsáno celkem 28 smluv na provoz vodovodů a 14 smluv na provoz kanalizací včetně ČOV. Délka provozované vodovodní sítě činí 831 km, počet vodovodních přípojek je 19 000. Délka provozované kanalizační sítě je 178 km, počet kanalizačních přípojek je 6 000.

STAV K	30.9.2016	30.9.2015	30.9.2014
Délka vodovodní sítě v km	831	831	831
Délka kanalizační sítě v km	178	160	160
Počet úpravny vody	4	4	4
Počet čistíren odpadních vod	13	13	13
Počet vodovodních čerpacích stanic	108	108	108
Počet kanalizačních čerpacích stanic	21	20	19
Počet vodojemů	128	128	128

2.7. VÝROBA S DODÁVKOU PITNÉ VODY

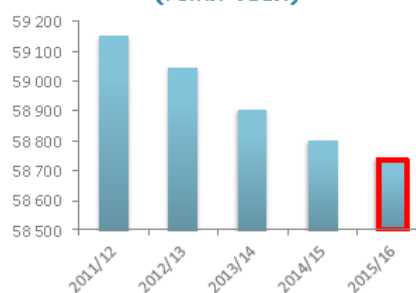
Výroba pitné vody je zajišťována výhradně z podzemních zdrojů, přičemž jejich celková kapacita je 483 l/s. Za rok 2015/2016 bylo vyrobeno 3 778 tis. m³ pitné vody. Kromě zajišťování dodávek pitné vody pro provozované vodovody je zajišťována dodávka vody předané pro 5 obcí a společnost má smluvně zajištěnu dodávku vody pro potřeby vodovodů od 4 obcí. Za rok 2015/2016 bylo předáno celkem 27 tis. m³ a převzato 44 tis. m³ pitné vody.

VÝVOJ HOSPODAŘENÍ S VODOU (v tis. m ³)	2015/16	2014/15	2013/14
Voda vyrobená	3 778	3 824	3 741
Voda převzatá	44	44	37
Voda předaná	27	27	27
Voda určená k realizaci	3 795	3 841	3 750
Voda fakturovaná domácnostem	1 715	1 708	1 691
Voda fakturovaná ostatním	1 320	1 312	1 289
Ztráty vody (v %)	20	20	21

VODA FAKTUROVANÁ PITNÁ
CELKEM (v tis. m³)



POČET ZÁSOBOVANÝCH OBYVATEL
(PITNÁ VODA)



2.8. ODVÁDĚNÍ A ČIŠTĚNÍ ODPADNÍCH VOD

VHOS, a. s. zajišťuje odvádění odpadních vod od 27,8 tis. obyvatel, z toho jsou od 26,9 tis. obyvatel odpadní vody čištěny na celkem 13 čistírnách odpadních vod. Celková kapacita ČOV činí 8 984 m³/den.

Převážnou část provozované kanalizační sítě tvoří jednotná kanalizace a pouze malou část tvoří splašková případně oddílná kanalizace. U nově budovaných kanalizací je v převážné míře uplatňován požadavek výstavby oddílné případně splaškové kanalizace.

2.9. AKCIE

Druh CP:	akcie kmenové
Forma CP:	akcie na jméno
Podoba:	listinná
Registrace CP:	nekótovaný CP
Počet akcií:	35 815 ks
Nominální hodnota:	1000,- Kč/akcie
Převoditelnost:	není omezena

2.10. STAV ÚČETNICTVÍ

Audit řádné účetní závěrky společnosti VHOS, a.s., sestávající se z rozvahy ke dni 30. září 2016, výkazu zisku a ztráty za období od 1.10.2015 do 30.9.2016 a přílohy této účetní závěrky, provedla auditorská společnost BDO CB s.r.o., auditorské oprávnění č. 094 zastoupená partnerem Ing. Vladimírem Ambrožem, auditorské oprávnění č. 0129. Podle názoru auditora účetní závěrka podává věrný a poctivý obraz aktiv, pasiv k 30.9.2016 a nákladů a výnosů a výsledku hospodaření za období od 1.10.2015 do 30.9.2016 v souladu s českými účetními předpisy.

2.11. ÚDAJE O AKCIONÁŘÍCH

Ovládající osobou společnosti je společnost Energie AG Oberösterreich, se sídlem Böhmerwaldstrasse 3, 4021 Linz, Rakouská republika prostřednictvím Energie AG Oberösterreich Wasser GmbH, se sídlem Böhmerwaldstrasse 3, 4021 Linz, Rakouská republika a následně přes ENERGIE AG BOHEMIA s.r.o., se sídlem Lazarská 11/6, Nové Město, 120 00 Praha 2, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze v oddílu C, vložka 216581, s podílem 93,91% na ovládané společnosti VHOS, a.s.

Společnost nemá s většinovým akcionářem Energie AG Oberösterreich, uzavřenu ovládací smlouvu.

Dalšími propojenými osobami jsou společnosti AQUA SERVIS, a.s., ČEVAK a.s., ENERGIE AG BOHEMIA Service s.r.o., Vodárenská společnost Chrudim, a.s., VODOS s.r.o., Vodovody a kanalizace Beroun, a.s., Vodárenská společnost Beroun, s.r.o.

2.12. MAJETEK A ZÁVAZKY SPOLEČNOSTI

Ke dni 31. března 2017 společnost VHOS, a.s. vykazuje ve svém účetnictví majetek a závazky takto:

<i>v tis.Kč</i>	<i>Brutto</i>	<i>Netto</i>
Aktiva celkem	193 995	134 770
Dlouhodobý majetek	115 735	57 850

Dlouhodobý majetek tvoří dlouhodobý nehmotný majetek, dlouhodobý hmotný majetek a dlouhodobý finanční majetek. Dlouhodobý majetek představuje 43% z celkových aktiv. V účetnictví podniku je dlouhodobý majetek vykazován takto:

Software	11 649	1 280
----------	--------	-------

Pozemky	2 255	2 255
Stavby	47 285	31 588
Movité věci	41 144	11 580
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	902	902
Jiný dlouhodobý finanční majetek	12 500	12 500
Oběžná aktiva	77 605	76 265

Oběžná aktiva se sestávají za zásob, dlouhodobých pohledávek, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Podíl oběžných aktiv na aktivech celkových činí 57%. V účetnictví podniku jsou oběžná aktiva vykazována takto:

Zásoby	5 418	5 078
Dlouhodobé pohledávky	722	722
Krátkodobé pohledávky	70 036	69 036
Peněžní prostředky	1 429	1 429
Ostatní aktiva	655	655

v tis.Kč

Pasiva celkem	134 770
Vlastní kapitál	81 760
Základní kapitál	35 815
Kapitálové fondy	0
Rezervní fondy	0
Výsledek hospodaření minulých let	40 689
Výsledek hospodaření běžného účetního období	5 256

Vlastní kapitál představuje 61% z celkových pasiv. Poměr základního kapitálu na pasivech činí 27%.

Cizí zdroje	50 779
--------------------	---------------

Cizí zdroje tvoří rezervy, dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky. Cizí zdroje představují 38% z celkových pasiv. V účetnictví podniku jsou cizí zdroje vykazovány takto:

Rezervy	2 999
Dlouhodobé závazky	2 271
Krátkodobé závazky	45 509
Ostatní pasiva	2 231

2.13. VÝNOSY A NÁKLADY SPOLEČNOSTI

Ke dni 31. března 2017 společnost VHOS, a.s. vykazuje ve svém účetnictví výnosy a náklady takto:

v tis. Kč

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	89 910
Spotřeba materiálu a energie	15 514
Služby	44 502
Osobní náklady	20 674
Odpisy	2 579
Ostatní provozní výnosy	8 609
Ostatní provozní náklady	9 924
Provozní výsledek hospodaření	5 381
Výnosové úroky	15
Nákladové úroky	0
Ostatní finanční výnosy	4
Ostatní finanční náklady	144
Finanční výsledek hospodaření	-125
Daň	0
Výsledek hospodaření na účetní období	5 256

3. ANALÝZA POTENCIÁLU OCEŇOVANÉHO PODNIKU A PROGNÓZA BUDOUCÍHO VÝVOJE

3.1. MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Ekonomický růst v ČR se ve 4. čtvrtletí 2016 ve srovnání s předcházejícím čtvrtletím nepatrně zrychlil na 0,4 %, meziročně se pak reálný HDP zvýšil o 2,0 %. Za celý rok 2016 výkon ekonomiky vzrostl o 2,4 %. Hlavním růstovým faktorem v roce 2016 byla spotřeba domácností, která oproti roku 2015 vzrostla o 2,9 %. Růst spotřeby byl podpořen dynamikou zaměstnanosti i mezd a v neposlední řadě po většinu roku velmi nízkou inflací. K růstu ekonomiky výrazně přispěl i vývoj zahraničního obchodu. Jeho příspěvek ve výši 1,1 p. b. byl téměř rovnoměrně rozdělen mezi zlepšení bilance zboží a bilance služeb. Nižší dynamika zahraničního obchodu v globálním měřítku i v rámci EU přitom vedla ke zpomalení meziročního reálného růstu vývozu zboží a služeb ze 7,7 % v roce 2015 na 4,3 %. Výraznější snížení tempa růstu z 8,2 % na 3,2 % však zaznamenal dovoz, a to zejména vlivem poklesu dovozně náročných investic. Opačným směrem na hospodářský růst působily investice do fixního kapitálu, které meziročně klesly o 3,7 %. Toto snížení bylo dáno vývojem investic sektoru vládních institucí, které se proti velmi vysoké srovnávací základně mimořádného roku 2015 propadly téměř o třetinu. Naopak investiční aktivita v sektoru nefinančních podniků zaznamenala nárůst, a to zejména ve 4. čtvrtletí. Na nabídkové straně ekonomiky se reálná hrubá přidaná hodnota v roce 2016 zvýšila o 2,2 %. Největší příspěvek k jejímu růstu vykázal tradičně zpracovatelský, zejména automobilový, průmysl. Naopak k meziročnímu poklesu došlo ve stavebnictví, jehož vývoj v minulém roce souvisel s poklesem investiční aktivity, a v průmyslových odvětvích mimo zpracovatelský průmysl.

Pro letošní i příští rok se počítá s růstem ekonomiky o 2,5 % ročně.

V posledních dvou měsících roku 2016 i na počátku roku 2017 došlo k výraznému zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen až nad inflační cíl ČNB. Na akceleraci inflace měly největší vliv ceny potravin a pohonných hmot, ve kterých se projevila rostoucí cena ropy. Protiinflační efekt poklesu cen dováženého zboží již přestal působit. Toto zrychlení růstu spotřebitelských cen vede ke zvýšení predikce průměrné míry inflace v roce 2017 z 2,0 % na 2,4 % a v roce 2018 z 1,6 % na 1,7 %.

Předpokládané ukončení kurzového závazku ČNB pak bude spojeno s vyšší volatilitou měnového kurzu a pravděpodobně i s jeho určitým posílením.

Na trhu práce se ekonomická konjunktura odráží ve velmi vysokém využití pracovní síly. Zaměstnanost ve 4. čtvrtletí 2016 opět výrazně meziročně vzrostla, a to o 2,2 %, což byl nejvyšší růst v historii ČR. Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti (v mezinárodně srovnatelné metodice) v lednu 2017 dále poklesla na 3,4 % a od začátku roku 2016 dosahuje nejnižší úrovně v rámci celé EU. Nízká nezaměstnanost a nesoulad mezi nabídkou a poptávkou po práci se projevují v rychlejším růstu reálných mezd a jednotkových nákladů práce. Nedostatek zaměstnanců se přitom stává bariérou pro další růst produkce. Díky výraznějšímu než odhadovanému poklesu v závěru loňského roku se předpověď míry nezaměstnanosti pro rok 2017 zlepšuje z 3,9 % na 3,4 %, pro rok 2018 pak z 3,9 % na 3,3 %. Na této úrovni má nezaměstnanost již jen velmi omezený prostor pro další pokles.

Běžný účet platební bilance dosahuje od roku 2014 přebytku.

Za rok 2016 dosáhl 1,1 % HDP, a byl tak nejvyšší v historii samostatné ČR. Přebytky bilancí zboží a služeb viditelně převyšují schodek prvotních důchodů, na nějž má největší vliv odliv důchodů z přímých zahraničních investic ve formě dividend a reinvestovaného zisku.

Zpřesnění dat za minulost a na ní navazující úprava predikce bilance prvotních důchodů ve směru vyššího schodku však vede ke snížení prognózy přebytku běžného účtu platební bilance. Predikce na rok 2017 se tak snižuje z 1,2 % HDP na 0,4 % HDP, předpověď na rok 2018 z 1,3 % HDP na 0,5 % HDP.

Hospodaření sektoru vládních institucí v roce 2016 dosáhlo poprvé v historii České republiky přebytku ve výši 0,6 % HDP. Výsledkem je také meziroční zlepšení strukturálního salda o 1,1 p. b., tedy na úroveň přebytku 0,5 % HDP. Zlepšení hospodaření sektoru vládních institucí bylo determinováno především příjmovou stranou rozpočtů, kdy daňové příjmy včetně příspěvků na sociální zabezpečení vzrostly o 5,8 %. Rekordní pozitivní výsledek hospodaření se odráží i ve výši celkového zadlužení. Dluh sektoru vládních institucí meziročně poklesl ze 40,3 % HDP na 37,2 % HDP. Hlavní podíl na tomto výsledku mělo absolutní snížení státního dluhu v loňském roce o takřka 60 mld. Kč.

Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky a jejich predikce vycházejí z Makroekonomické predikce České republiky, vydávané MF ČR a jsou shrnuty v následující tabulce:

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Aktuální predikce							Minulá predikce		
Hrubý domácí produkt	<i>mlrd. Kč</i>	4 060	4 098	4 314	4 555	4 715	4 889	5 103	4 719	4 885	5 082
Hrubý domácí produkt	<i>růst v % s.c.</i>	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,4
Spotřeba domácností	<i>růst v % s.c.</i>	-1,2	0,5	1,8	3,0	2,9	2,4	2,7	2,7	2,4	2,4
Spotřeba vlády	<i>růst v % s.c.</i>	-2,0	2,5	1,1	2,0	1,2	1,7	1,5	2,0	1,6	1,4
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v % s.c.</i>	-3,1	-2,5	3,9	9,0	-3,7	3,8	3,0	-2,4	3,8	3,0
Příspěvek ZO k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,3	0,1	-0,5	0,1	1,1	0,2	0,2	1,1	0,2	0,3
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-0,2	-0,7	1,1	0,3	0,7	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	1,5	1,4	2,5	1,0	1,1	1,1	1,8	1,1	0,9	1,6
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,4	1,7	0,7	2,0	1,6
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	0,4	1,0	0,8	1,4	1,9	1,1	0,3	1,9	0,8	0,3
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	7,0	7,0	6,1	5,1	4,0	3,4	3,3	4,0	3,9	3,9
Objem mezd a platů (<i>dom. koncept</i>)	<i>růst v % b.c.</i>	2,6	0,5	3,6	4,4	5,8	5,7	4,8	5,6	5,0	4,5
Saldo běžného účtu	<i>%HDP</i>	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,1	0,4	0,5	2,1	1,2	1,3
Saldo vládního sektoru	<i>%HDP</i>	-3,9	-1,2	-1,9	-0,6	0,6	0,4	.	0,5	.	.
Předpoklady:											
Měnový kurz CZK/EUR		25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,9	26,3	27,0	26,9	26,3
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	2,8	2,1	1,6	0,6	0,4	0,9	1,5	0,4	0,6	1,1
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	112	109	99	52	44	56	57	44	57	57
HDP eurozóny	<i>růst v % s.c.</i>	-0,9	-0,3	1,2	2,0	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4	1,6

Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky, MF ČR, duben 2017

3.2. ODVĚTVOVÁ ANALÝZA

Odvětvová analýza byla zpracována z aktuálních dostupných oborových dat (publikace Vodovody a kanalizace ČR 2015) doplněných o informace z krajské správy ČSÚ v Pardubicích v roce 2015.

3.2.1. CHARAKTERISTIKA OBORU PODNIKÁNÍ

Bývalé státní podniky Vodovody a kanalizace (VaK) byly privatizovány zejména v letech 1993-1994 (kromě pražských vodáren). Z někdejších státních podniků, které působily v rozsahu tehdejších krajů, vznikla řada vodárenských a čistírenských společností. Atomizovalo se tak odvětví, které má velké konstantní náklady a úspory z rozsahu jsou základní komparativní výhodou. Naprostá většina akcí byla převedena na samosprávné celky, obce a města. Stát zůstal aktivní zejména v oblasti financování velkých investic v daných regionech.

Proces transformace vlastnických práv – privatizace oboru – byl prakticky v roce 1997 ukončen. V současné době se projevuje tendence ke koncentraci provozovatelské činnosti vodovodů a kanalizací do menšího počtu subjektů a narůstá podíl zahraničních společností na vlastnictví provozních organizací.

Pardubický kraj má mezi kraji ČR nejnižší cenu pitné vody, druhé nejnižší množství vody na osobu fakturované domácnostem, třetí nejvyšší cenu stočného, čtvrtý nejvyšší podíl obyvatel zásobovaných vodou z veřejných vodovodů a čtvrtou nejvyšší pozici v krajském srovnání obsadil kraj i v podílu čištěných odpadních vod.

3.2.1.1. VODOVODY

V roce 2015 bylo v České republice zásobováno z vodovodů 9,930 mil. obyvatel, tj. 94,2 % z celkového počtu obyvatel v ČR. Ve všech vodovodech bylo vyrobeno celkem 599,6 mil. m³ pitné vody. Za úplatu bylo dodáno (fakturováno) 476,8 mil. m³ pitné vody, z toho pro domácnosti 318,7 mil. m³ pitné vody. Ztráty pitné vody dosáhly 99,1 mil. m³, tj. 16,8 % z vody určené k realizaci.

Tab. Zásobování vodou z vodovodů v letech 1989 a 2009 – 2015

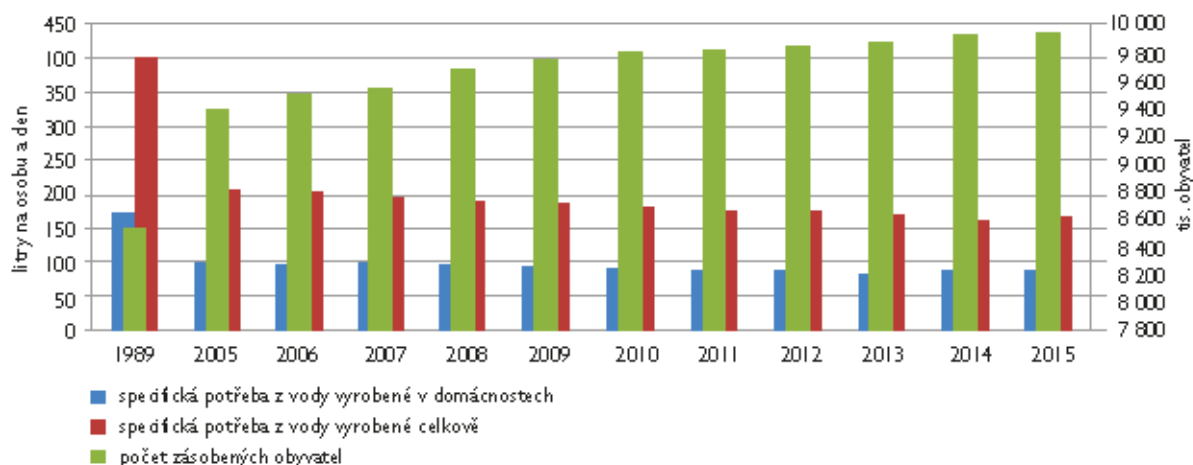
Ukazatel	Měrná jednotka	Rok							
		1989	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obyvatelé (střední stav)	tis. byyv.	10 364	10 491	10 517	10 495	10 509	10 511	10 525	10 543
Obyu skutečně zásobovaní vodou z vodovodů	tis. byyv.	8 537	9 733	9 787	9 805	9 823,1	9 854,4	9 917,2	9 929,7
	%	82,4	92,8	93,1	93,4	93,5	93,8	94,2	94,2
Voda vyrobená z vodovodů	mil.m ³ · rok ⁻¹	1 251	653	642	623	623,5	600,2	575,4	599,6
	% k 1989	100	52,2	51,3	49,8	49,8	48,0	46,0	47,9
Voda fakturovaná celkem	mil.m ³ · rok ⁻¹	929,4	504,6	492,5	486	480,7	471,8	468,7	476,8
	% k 1989	100	54,3	53,0	52,3	51,7	50,8	50,4	51,3
Specifická potřeba z vody vyrobené	l · os ⁻¹ · den ⁻¹	401	184	180	174	173,8	166,8	158,9	165,4
	% k 1989	100	45,8	44,8	43,4	43,3	41,6	39,6	41,2
Specifické množství vody fakturované celkem	l · os ⁻¹ · den ⁻¹	298	142	137,9	135,8	134,1	131,1	129,5	131,5
	% k 1989	100	47,7	46,3	45,6	45,0	44,0	43,4	44,1
Specifické množství vody fakturované pro domácnost	l · os ⁻¹ · den ⁻¹	171	92,5	89,5	88,6	88,1	87,2	87,3	87,9
	% k 1989	100	54,1	52,3	51,8	51,5	51,0	51,1	51,4
Ztráty vody na 1 km řadů	l · km ⁻¹ · den ⁻¹	16 842 *	4 705	4 673	4 220	4 351,0	3 856,9	3 417,2	3 519,3
Ztráty vody na 1 zás. obyu	l · os ⁻¹ · den ⁻¹	90 *	35	35	32	33,0	29,5	26,5	27,3

Pramen: ČSÚ

Poznámka: *) údaje za vodovody a kanalizace hlavních provozovatelů

Současná spotřeba vody v domácnostech nás řadí do skupiny států s nižšími hodnotami.

Graf: Vývoj počtu zásobených obyvatel a spotřeby vody v letech 1989 a 2005 až 2015



Tab. Počet zásobených obyvatel, výroba a dodávka vody z vodovodů v roce 2015

Kraj	Obyvatelé		Voda vyrobená z vodovodů	Voda fakturovaná	
	Skutečně zásobování vodou z vodovodů	Podíl obyvatel zásobovaných vodou z celkového počtu		celkem	z toho pro domácnosti
	osoby	%		tis. m ³	tis. m ³
HL město Praha	1 262 507	100,0	101 903	78 590	48 837
Středočeský kraj	1 117 730	84,6	58 091	49 222	34 062
Jihočeský kraj	579 003	90,9	33 559	25 893	18 045
Plzeňský kraj	482 949	83,9	29 443	24 440	15 435
Karlovarský kraj	298 506	100,0	18 929	14 171	9 090
Ústecký kraj	802 561	97,5	50 218	36 903	26 103
Liberecký kraj	407 170	92,7	26 321	19 266	12 856
Královéhradecký kraj	520 455	94,4	30 304	23 324	15 184
Pardubický kraj	503 836	97,6	27 900	22 601	14 315
Kraj Vysočina	486 415	95,5	24 066	21 237	14 073
Jihomoravský kraj	1 118 904	95,3	63 259	54 386	37 726
Olomoucký kraj	580 237	91,4	27 958	25 223	17 417
Zlínský kraj	555 249	94,9	28 773	22 947	15 315
Moravskoslezský kraj	1 214 156	99,9	78 827	58 573	40 221
ČR	9 929 678	94,2	599 551	476 775	318 680

Vodohospodářské společnosti nejvíce potýkají s klesající spotřebou vody, jejíž největší úbytky jsou znatelné jak ze strany domácností, tak ze strany ostatních subjektů. Příčiny poklesu spotřebované vody lze spatřovat v důsledné aplikaci úsporných a racionalizačních opatření ekonomických subjektů, které spočívají především v kontrole oběhu vody, recyklaci vody a zavádění uzavřených okruhů. Dalším důvodem jsou ekonomické problémy některých subjektů a ukončení jejich činnosti. Pokles spotřeby a tedy i prodeje vody vede spolu s růstem nákladů ke stálému zvyšování ceny vodného a stočného, neboť rozhodující část nákladů tvoří fixní náklady, které se rozpouštějí na menší objem prodané vody.

Nejvyšší podíl obyvatel zásobených pitnou vodou z vodovodů byl v roce 2015 v Karlovarském kraji (100 %), v hlavním městě Praha (100 %) a Moravskoslezském kraji (99,9%), nejnižší podíl obyvatel zásobených pitnou vodou je v kraji Plzeňském (83,9 %) a Středočeském (84,6 %). U krajů Středočeského, Plzeňského, Jihomoravského a kraje Vysočina došlo meziročně k

mírnému poklesu podílu obyvatel zásobených vodou z celkového počtu. Toto snížení je pouze důsledkem zpřesnění metodiky výpočtu počtu napojených obyvatel.

Tab. Ukazatele a kapacity vodovodů

Ukazatel	Měrná jednotka	Rok		Index 2015/2014
		2014	2015	
Celkový počet zásobených obyvatel	tis.	9 917	9 930	1,00
Délka vodovodní sítě	km	76 948	77 146	1,00
Počet vodovodních přípojek	tis.	2 063	2 074	1,01
Kapacita zdrojů podzemní vody	m ³ · s ⁻¹	24,1	24,3	1,01
Voda vyrobená celkem	mil.m ³	575,4	599,6	1,04
Voda fakturovaná pitná celkem	mil.m ³	468,7	476,8	1,02
– z toho pro domácnosti	mil.m ³	316,0	318,7	1,01
pro ostatní odběratele	mil.m ³	152,7	158,1	1,04
Voda nefakturovaná	mil.m ³	111,0	114,9	1,04
– z toho ztráty v trubicí síti	mil.m ³	96,0	99,1	1,03
Specifická spotřeba z vody vyrobené	l · os ⁻¹ · den ⁻¹	158,9	165,4	1,04
Specifické množství vody fakturované celkem	l · os ⁻¹ · den ⁻¹	129,5	131,5	1,02
Specifické množství vody fakturované pro domácnost	l · os ⁻¹ · den ⁻¹	87,3	87,9	1,01
Nefakturovaná voda na 1 km vodovodní sítě	m ³ · km ⁻¹ · rok ⁻¹	1 443	1 489	1,03
Ztráty vody na 1 km vodovodní sítě	m ³ · km ⁻¹ · rok ⁻¹	1 248	1 285	1,03

Zdroj: ČSÚ

Patrný je trend růstu délky vodovodu připadající na 1 zásobeného obyvatele. Zatímco počet zásobených obyvatel se od roku 1991 zvýšil o 14,7%, délka vodovodních řadů se zvýšila o 65%. Tato disproporce se odráží v podílu metrů vodovodních řadů, které připadají na 1 zásobovaného obyvatele. Zatímco v roce 1991 připadalo na 1 zásobovaného obyvatele 5,40 m, v roce 2015 již činil tento podíl 7,77 m, tedy o 2,37 m více na 1 zásobeného obyvatele, což představuje celkový nárůst o 43,9 % za období 24 let. Nová výstavba a dostavba stávajících vodovodních systémů tak v poměru k nižšímu nárůstu zásobených obyvatel vede ke snižování efektivity celého systému zásobování vodou a logicky tak k vyšším nákladům při provozování, které se pak odráží ve vyšší ceně pro vodné. Nižší efektivitě se nemůžeme vyhnout, neboť místní zdroje v některých lokalitách jsou kvantitativně a kvalitativně nevyhovující a zdravotní a humánní hledisko se stává rozhodujícím důvodem výstavby nových vodovodů.

V roce 2015 bylo v Pardubickém kraji zásobováno vodou z veřejných vodovodů celkem 503,8 tisíce obyvatel, proti předchozímu roku se jejich počet zvýšil o více než 1,8 tisíce. Podíl obyvatel zásobovaných vodou z vodovodů se v kraji zvýšil z 97,3 % v roce 2014 na 97,6 % v roce 2015.

Vodovodní síť se během roku 2015 v Pardubickém kraji prodloužila o 13 km na celkových 4 737 km, což představuje 6,1 % vodovodní sítě České republiky. Počet vodovodních přípojek v kraji vzrostl meziročně o 1,3 tis. na 131 050 kusů, počet osazených vodoměrů se během roku 2015 zvýšil o 1,9 tis. na 129 324.

Vodohospodářská zařízení v Pardubickém kraji v roce 2015 vyrobila 27,9 milionů m³ vody; z tohoto množství voda z podzemních vod představovala 79,3 %. Objem vyrobené vody v roce 2015 meziročně vzrostl o 3,2 %, množství vody vyrobené z vody podzemní se proti předchozímu období navýšilo o 1,5 %. Počet úpraven vody v kraji se zvýšil ze 101 v roce 2014 na 105 v roce 2015.

V mezikrajském srovnání nejvyšší množství fakturované pitné vody na počet obyvatel zásobovaných vodou z vodovodů neboli specifické množství vody fakturované celkem, obdobně i specifické množství vody fakturované domácnostem roce 2015 vykázalo Hlavní město Praha, a to 170,5 litrů na osobu a den, resp. 106,0 litrů na osobu a den; nejnižší hodnoty uvádí Zlínský kraj (113,2 litrů na osobu a den, resp. 75,6 litrů na osobu a den). V Pardubickém kraji bylo v roce 2015 vyfakturováno celkem 122,9 litrů vody na osobu a den, což představuje umístění uprostřed krajského srovnání; domácnostem v kraji byla účtována druhá nejnižší hodnota spotřebované vody 77,8 litrů na osobu a den.

Cena vodného (cena za pitnou vodu a za službu spojenou s jejím dodáním) bez DPH, tedy průměrná cena za 1 m³ fakturované pitné vody, se v krajích ČR v roce 2015 pohybovala v rozmezí od nejnižší částky 31,00 Kč/m³ v Pardubickém kraji po 42,50 Kč/m³ v kraji Ústeckém. Porovnáním cen vody v republikovém souhrnu mezi roky 2014 a 2015 zjišťujeme průměrné zvýšení o 0,80 Kč/m³, v Pardubickém kraji se ve sledovaném období cena vody zvýšila o 0,20 Kč/m³.

3.2.1.2. KANALIZACE

V roce 2015 žilo v domech připojených na kanalizaci 8,882 mil. obyvatel, tj. 84,2% z celkového počtu obyvatel v České republice. Do kanalizací bylo vypuštěno celkem 445,5 mil. m³ odpadních vod. Z tohoto množství bylo čištěno 97,0 % odpadních vod (bez zahrnutí vod srážkových), což představuje 432,0 mil. m³. Meziroční pokles množství vody odpadní vypouštěné do kanalizace (bez vod srážkových) v roce 2015 byl 0,6 mil. m³.

Tab. Odvádění a čištění odpadních vod z kanalizací v letech 1989 a 2009 – 2015

Ukazatel	Měrná jednotka	Rok							
		1989	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obyvatelé (střední stav)	tis. obyv.	10 364	10 491	10 517	10 495	10 509	10 511	10 525	10 543
Obyvatelé bydlící v domech připojených na kanalizaci	tis. obyv.	7 501	8 530	8 613	8 672	8 674	8 705	8 828	8 882
	%	72,4	81,3	81,9	82,6	82,5	82,8	83,9	84,2
Vypuštěné odp. vody do kanalizace (bez zpoplatněných vod srážkových) celkem	mil. m ³	877,8	496,4	490,3	487,6	473,2	455,3	446,1	445,5
	%	100,0	56,6	55,9	55,5	53,9	51,9	50,8	50,8
Čištěné odpadní vody včetně vod srážkových	mil. m ³	897,4*	842,9	957,9	870,9	836,7	912,3	812,2	779,0
Čištěné odpadní vody celkem bez vod srážkových	mil. m ³	627,0	472,7	471,5	472,2	459,4	443,4	432,3	432,0
	%	100,0	75,4	75,2	75,3	73,3	70,6	68,9	68,8
Podíl čištěných odpadních vod (bez zpoplatněných vod srážkových) z vod vypouštěných do kanalizace	%	71,5	95,2	96,2	96,8	97,1	97,4	96,9	97,0

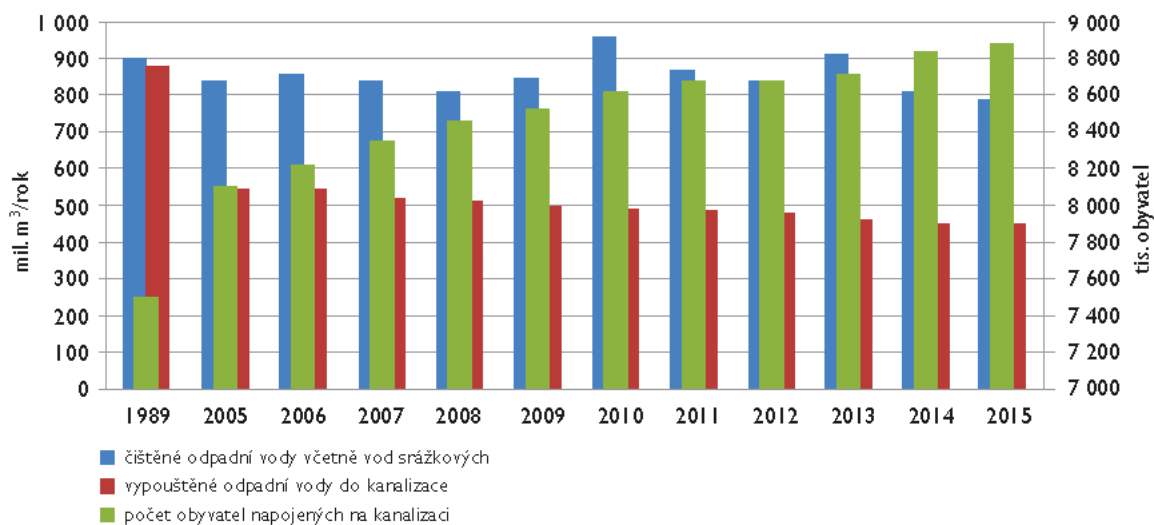
Pramen: ČSÚ

Poznámka: *] údaje za vodovody a kanalizace hlavních provozovatelů

Objem vypouštěných odpadních vod do kanalizace bez vod srážkových poklesl v roce 2015 o 49,2 % oproti roku 1989. Tento pokles koresponduje s poklesem spotřeby pitné vody. Zatímco však bylo v roce 1989 čištěno jen 71,5 % odpadních vod, v roce 2015 bylo vyčištěno 97,0 % odpadních vod, což představuje nárůst o 25,5 %. Vysoký nárůst podílu čištěných odpadních vod je dán intenzivní výstavbou nových ČOV a intenzifikací stávajících ČOV, která byla vyvolána potřebou naplnění zákonných požadavků v oblasti kvality vypouštěných

odpadních vod, především pak Směrnicí Rady 91/271/EHS, o čištění městských odpadních vod.

Graf: Vývoj počtu obyvatel napojených na kanalizaci v letech 1989 a 2005 až 2015



Tab. Počet obyvatel bydlících v domech připojených na kanalizaci a množství vypouštěných a čistěných odpadních vod v roce 2015

Kraj	Obyvatelé bydlící v domech připojených na kanalizaci		Odpadní vody vypouštěné do kanalizace (bez zpoplatněných vod srážkových)	Čistěné odpadní vody bez vod srážkových	
	celkem	podíl		celkem	podíl
	počet	%	tis. m³	tis. m³	%
Hl. město Praha	1 248 014	98,9	76 809	76 809	100,0
Středočeský kraj	930 914	70,5	47 960	47 859	99,8
Jihočeský kraj	549 165	86,2	27 011	25 724	95,2
Plzeňský kraj	477 665	83,0	28 044	26 553	94,7
Karlovarský kraj	287 273	96,2	13 938	13 936	100,0
Ústecký kraj	687 555	83,5	29 426	28 745	97,7
Liberecký kraj	302 722	68,9	14 044	13 750	97,9
Královéhradecký kraj	430 392	78,1	19 656	18 708	95,2
Pardubický kraj	380 485	73,7	17 939	17 677	98,5
Kraj Vysočina	447 350	87,8	18 909	16 733	88,5
Jihomoravský kraj	1 055 220	89,9	51 527	49 788	96,6
Olomoucký kraj	523 532	82,4	26 743	25 225	94,3
Zlínský kraj	549 462	94,0	26 316	24 836	94,4
Moravskoslezský kraj	1 012 545	83,3	47 199	45 685	96,8
ČR	8 882 293	84,2	445 521	432 027	97,0

Zdroj: ČSÚ

Je patrné, že nejvyšší podíl obyvatel připojených na kanalizaci je podobně jako v předešlých letech v Hlavním městě Praha (89,9%) a Karlovarském kraji (96,2%), nejnižší podíl je v Libereckém kraji (68,9%) a ve Středočeském kraji (70,5%).

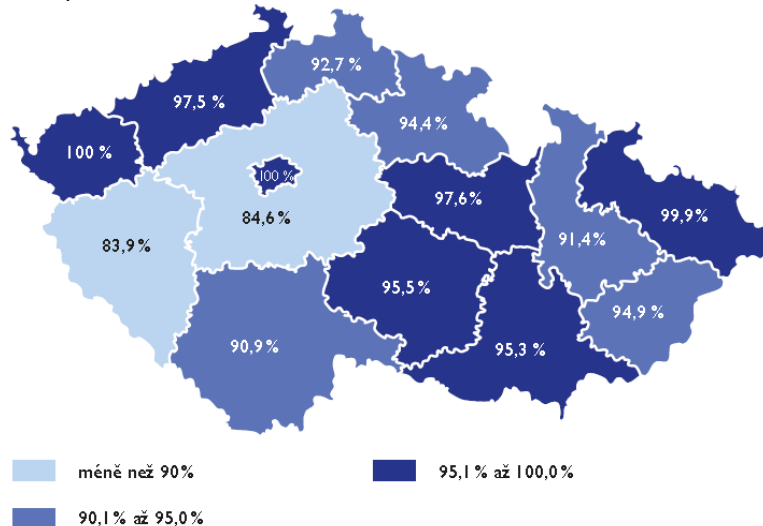
Tab. Ukazatele a kapacity kanalizací

Ukazatel	Měrná jednotka	Rok		Index 2015/2014
		2014	2015	
Počet obyvatel bydlících v domech připojených na kanalizaci	tis.	8 828	8 882	1,01
Počet obyvatel bydlících v domech připojených na kanalizaci ukončenou ČOV	tis.	8 409	8 515	1,01
Délka kanalizační sítě	km	45 257	45 884	1,01
Počet ČOV celkem	ks	2 401	2 456	1,02
Kapacita ČOV celkem	tis. m ³ · den ⁻¹	3 801	3 916	1,03
Celkové množství čištěných odpadních vod (včetně srážkových a balastních vod)	mil. m ³	812,2	779,0	0,96
Množství odpadních vod vypouštěných do kanalizace	mil. m ³	446,1	445,5	1,00
- z toho splaškových	mil. m ³	303,3	302,1	1,00
- z toho průmyslových a ostatních	mil. m ³	142,8	143,4	1,00

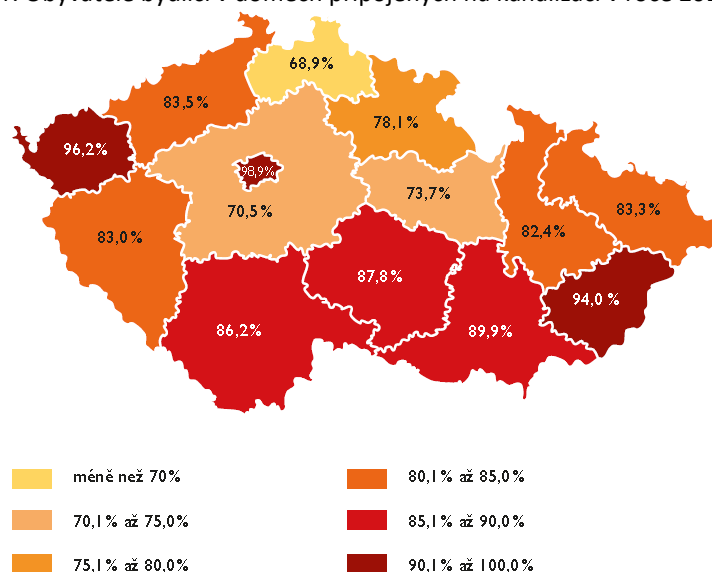
Zdroj: ČSÚ

Podobně jako u vodovodů, narostla od roku 1991 výrazně i délka kanalizačních řadů připadajících na jednoho obyvatele bydlícího v domě připojeného na kanalizaci. V tomto období se tak zvýšil počet metrů řadu připadajícího na jednoho odkanalizovaného obyvatele o 2,42 m, což představuje 88,0 % nárůst, přičemž celková délka kanalizací se prodloužila o 148 %, při 32,1% nárůstu počtu obyvatel bydlících v domech připojených na kanalizaci. Nárůst celkové délky kanalizace od roku 1991 do roku 2015 (14 let) činil v průměru 20 %, od roku 2001 do roku 2012 (14 let) byl zaznamenán 106,2% nárůst.

Obr. Obyvatelé zásobení vodou z vodovodů v roce 2015



Obr. Obyvatelé bydlící v domech připojených na kanalizaci v roce 2015



Podíl obyvatel bydlících v domech napojených na kanalizaci činil v roce 2015 v Pardubickém kraji 73,7 %, byl třetí nejnižší v republikovém srovnání a meziročně vzrostl o 0,9 procentního bodu. Počet obyvatel žijících v Pardubickém kraji v domech napojených na kanalizaci ústící do čistíren odpadních vod činil 368,6 tisíce, tj. o 4 tisíce osob více proti roku 2014.

Délka kanalizační sítě se v Pardubickém kraji v roce 2015 prodloužila o 40 km na celkovou délku 2 265 km a tvořila 5 % republikové stokové sítě; počet kanalizačních přípojek v kraji (79,4 tisíce) meziročně vzrostl téměř o 2,5 tisíce.

Množství vypouštěných odpadních vod do kanalizace včetně zpoplatněných srážkových vod činilo ve sledovaném roce 2015 v Pardubickém kraji téměř 22,7 milionů m³ (o 111 tisíc m³ více než v roce 2014). Podíl čistěných odpadních vod z vod vypouštěných do kanalizace (v obou případech bez srážkových vod) v roce 2015 hodnotou 98,5 % zařadil kraj na čtvrtou pozici v krajském srovnání. Do vodních toků bylo v Pardubickém kraji v roce 2015 vypuštěno z kanalizací 37 milionů m³ odpadních vod; proti předchozímu roku byl zaznamenán pokles o 2,3 milionu m³ (tj. o 6 %), od roku 2011 se snížilo množství vypuštěných odpadních vod o 4,5 milionu m³ (tj. o 10,6 %).

Cena stočného (cena za službu spojenou s odváděním a čištěním, případně zneškodňováním odpadních vod) bez DPH se v roce 2015 v krajích ČR pohybovala v rozmezí hodnot 40,40 Kč/m³ v Libereckém kraji a 24,60 Kč/m³ v Plzeňském kraji. Cena stočného v Pardubickém kraji v roce 2015 činila 34,10 Kč/m³ a byla třetí nejvyšší v republikovém srovnání.

3.2.1.3. CENY

Tak jako u každého přirozeného monopolu, musí mít stát dle pravidel EU i u vodárenských služeb určitý mechanismus na dohled nad cenami. Funkci regulátora nyní vykonává v ČR ministerstvo financí, vodné a stočné je v režimu věcně usměrňovaných cen.

Oblast cen v České republice se řídí zákonem č. 526/1990 Sb., o cenách, ve znění pozdějších předpisů, zvláště pak zákonem č. 403/2009 Sb. a vyhláškou č. 450/2009 Sb., kterou se provádí zákon o cenách (s účinností od 21. prosince 2009). Tvorba cen může být cenovým orgánem usměrněna pouze v případech přesně vymezených ustanovením § 1 odst. 6 zákona o cenách. Jedním z případů je ohrožení trhu účinky omezení hospodářské soutěže. Protože

vodovody i kanalizace patří do odvětví s přirozeným monopolem, jsou voda pitná a voda odvedená kanalizací zařazeny do seznamu zboží s regulovanými cenami.

Tento seznam vydává pro každý rok podle zákona o cenách Ministerstvo financí rozhodnutím (výměrem), který se zveřejňuje v Cenovém věstníku. Konkrétně pro rok 2015 byl vydán výměr Ministerstva financí č. 01/2015 (Cenový věstník částka 13 ze dne 26. listopadu 2014). Předmětem věcného usměrňování cen jsou podle výměru Ministerstva financí následující komodity::

- pitná voda dodávaná odběratelům,
- voda pitná dodávaná do vodovodní sítě pro veřejnou potřebu jiné osobě, než je odběratel („voda předaná“),
- odpadní voda odvedená kanalizací nečištěná a odpadní voda odvedená kanalizací čištěná,
- odpadní voda převzatá do kanalizace od jiného vodohospodářského subjektu („převzatá voda odpadní“)..

Způsob cenové regulace i tvorba cen zůstává prakticky od roku 1993 beze změny. Od roku 1994 nejsou ceny pro vodné a stočné dotovány ze státního rozpočtu a od 1. 1. 2001 byly sjednoceny ceny pro vodné a stočné pro domácnosti a ostatní odběratele.

V souladu s platnými právními předpisy lze do ceny pro vodné a stočné promítnout pouze ekonomicky oprávněné náklady pořízení, zpracování a oběhu zboží doložitelné z účetnictví, přiměřený zisk, daň a případně uplatněné clo podle jiných právních předpisů, není-li dále stanoveno jinak. Na druhou stranu mají subjekty zmocněné k úplatě vodného a stočného možnost dotovat cenu pro vodné a stočné z jiných aktivit. Toto je častý případ především u obcí, které si provozování vodohospodářské infrastruktury zajišťují ve vlastní režii a snaží se o zachování nízké ceny pro vodné a stočné tím, že cenu dotují z obecního rozpočtu. V takovém případě pak kalkulace musí být zpracována s ohledem na tuto skutečnost a výsledná cena pro vodné a stočné musí odpovídat ceně, která bude odběratelům skutečně účtována.

3.2.1.4. MODEL VLASTNICKÉHO USPOŘÁDÁNÍ

Odvětví výroby, distribuce a čištění vody je jako odvětví síťových služeb charakteristické přirozenými regionálními monopoly, vzniklými při privatizačním procesu v České republice většinou mezi roky 1992 až 1994. Tyto monopoly jsou v současné době často majoritně vlastněny municipalitami, které do jejich základního jmění vložily svůj infrastrukturní majetek, tzv. typ smíšených společností. Tento majetek není v optimálním stavu, proto jsou pro tento sektor v současnosti i blízké budoucnosti typické poměrně vysoké investice, a to jak ekologické, tak i investice do obnovy a modernizace stávajícího infrastrukturního majetku.

U vodárenských společností rozlišujeme v zásadě dva základní modely vlastnického uspořádání. U prvního provozního modelu jeden právní subjekt vlastní vodohospodářskou infrastrukturu a jiný právní subjekt, vlastníci majetek nutný k provozování, tuto infrastrukturu na základě smlouvy o pronájmu a provozování provozuje. Oním vlastníkem je většinou obec (nebo jejich svazky) nebo společnosti, které města a obce kontrolují. Provozovatelem je v naprosté většině případů některý z pětice investorů Veolia Water (dříve Vivendi), Ondeo/Suez, Energie AG, AQUALIA a NGW. Dvě třetiny trhu v ČR jsou obslouženy společnostmi fungujícími v rámci provozního modelu.

V ostatních případech, kterých postupně ubývá, jde o smíšené společnosti - vlastnictví vodohospodářské infrastruktury a její provozování je v jednom právním subjektu. Stát si v těchto společnostech do roku 2005 zachoval vliv prostřednictvím Fondu národního majetku, když si ponechal v každé společnosti jednu akcii se zvláštními právy, jejichž držení umožňovalo blokovat některé kroky akcionářů, které stát nepovažoval za žádoucí.

Tab. Počet vlastníků a provozovatelů VaK evidovaných z dat VÚME a VÚPE

Ukazatel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Index 2015/2014
Vlastníci	5 139	5 521	5 728	5 953	6 270	6 433	1,03
Provozovatelé	2 222	2 334	2 389	2 468	2 571	2 745	1,07

Nárůst počtu vlastníků v roce 2015 oproti roku 2014 o 163 je způsoben budováním nové vodohospodářské infrastruktury a zvýšenou aktivitou při zajišťování jejich evidence. Obdobný nárůst byl zaznamenán i v počtu provozovatelů, konkrétně o 174.

Tab. Počty evidovaných majetků v jednotlivých skupinách infrastrukturního majetku v letech 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vodovodní řady	13 691	14 101	14 402	14 648	14 954	15 274
Stavby pro úpravu a zdroje bez úpravy	3 596	3 600	3 556	3 581	3 671	3 726
Stokové sítě	6 865	7 180	7 385	7 643	7 885	8 260
Čistírný odpadních vod	2 480	2 557	2 614	2 674	2 778	2 956
Celkem	26 632	27 438	27 957	28 546	29 288	30 216

Celkem bylo tedy evidováno 30 126 majetků, což je o 928 majetků více než v roce 2014 a o 3 584 více než v roce 2010. Čistíren odpadních vod bylo v roce 2015 evidováno o 178 více než v roce 2014. Největší nárůst je evidován u vodovodních a kanalizačních sítí.

Tab. Seznam provozovatelů s největším objemem pitné vody fakturované v roce 2015

Poř.	Provozovatel Dle IS VSVaK a IS MPVaK	IČO	Voda fakturovaná		Cena pro vodné bez DPH (č)
			[mil. m ³]		[Kč/m ³]
1	2	3	dle IS VSVaK (šloupec slatečnos č)	dle VÚPE	dle IS VSVaK (šloupec slatečnos č)
			4	5	6
1	Pražské vodovody a kanalizace, a.s.	25656635	77,548	77,593	38,88
2	Severočeské vodovody a kanalizace, a.s.	49099451	53,273	54,063	42,68
3	Severomoravské vodovody a kanalizace Ostrava, a.s.	45193665	34,396	34,207	34,39
4	Brněnské vodárny a kanalizace, a.s.	46347275	24,310	24,310	31,36
5	ČEVAK, a.s.	60849657	22,843	22,997	36,51
6	VODÁRENSKÁ AKČIOVÁ SPOLEČNOST, a.s.	49455842	22,050	22,033	40,14
7	Moravská vodárenská, a.s.	61859575	16,955	18,032	36,11
8	Ostravské vodárny a kanalizace, a.s.	45193673	16,119	16,085	31,82
9	Středočeské vodárny a.s.	26196620	12,004	11,983	45,77
10	VODÁRNA PLZEŇ, a.s.	25205625	11,897	11,895	49,59
11	Vodárny a kanalizace Karlovy Vary, a.s.	49789228	9,127	8,867	35,88
12	Vodovody a kanalizace Pardubice, a.s.	60108631	7,038	6,995	30,61
13	Královéhradecká provozní, a.s.	27461211	6,867	6,907	40,78
14	Vodovody a kanalizace Hodonín, a.s.	49454544	6,113	6,071	29,82
15	Vodovody a kanalizace Mladá Boleslav, a.s.	46356988	6,061	6,138	39,71

Zdroj: MZe ČR

VHOS, a.s. zaujímá 31. pozici s objemem fakturované pitné vody 2,997 mil. m³ dle IS VSVaK s cenou pro vodné 29,23 Kč/m³ bez DPH

Tab. Seznam provozovatelů s největším objemem odpadní vody fakturované v roce 2015

Poř.	Provozovatel dle IS VSVaK a IS MPVaK	Voda odpadní			Cena pro stočné bez DPH *)
		[mil. m ³]			[Kč/m ³]
		dle IS VSVaK (sloupec skutečnost)		dle VÚPE	dle IS VSVaK (sloupec skutečnost)
		Voda fakturovaná splašková	Voda fakturovaná srážková	Voda vypouštěná do stokové sítě bez zpoplatněných vod srážkových	
1	2	3	4	5	6
1	Pražské vodovody a kanalizace, a.s.	76,594	10,027	61,229	28,64
2	Severočeské vodovody a kanalizace, a.s.	42,229	6,457	42,459	40,60
3	Brněnské vodárny a kanalizace, a.s.	23,530	4,170	23,519	33,38
4	Severomoravské vodovody a kanalizace Ostrava, a.s.	23,442	3,924	24,168	31,55
5	ČEVAK, a.s.	22,430	6,143	22,853	31,67
6	VODÁRENSKÁ AKČIOVÁ SPOLEČNOST, a.s.	17,507	3,671	20,743	34,38
7	Ostravské vodárny a kanalizace, a.s.	15,060	0,000	15,751	33,09
8	Moravská vodárenská, a.s.	14,656	3,853	21,447	36,84
9	VODÁRNA PLZEŇ, a.s.	12,727	2,227	12,835	29,12
10	Vodárny a kanalizace Karlovy Vary, a.s.	9,090	0,000	7,858	27,24
11	Středočeské vodárny, a.s.	7,231	1,039	8,917	33,92
12	Vodovody a kanalizace Pardubice, a.s.	6,251	1,429	6,216	38,96
13	Královéhradecká provozní, a.s.	5,749	1,508	5,746	40,82
14	Vodovody a kanalizace Mladá Boleslav, a.s.	5,094	0,833	5,163	35,53
15	Vodovody a kanalizace Hodonín, a.s.	4,655	1,111	4,693	34,48

Zdroj: MZe ČR

VHOS, a.s. zaujímá 41. pozici s objemem fakturované odpadní splaškové/srážkové vody 1,290/0,331 mil. m³ dle IS VSVaK s cenou pro stočné 39,21 Kč/m³ bez DPH

3.2.2. VYMEZENÍ TRHU

K vymezení působnosti trhu bylo přistoupeno ze 3 hledisek

a) produktové vymezení

Hlavním předmětem činnosti společnosti VHOS, a.s. je provozování vodovodů a kanalizací ve městech a obcích. Doplňkovým předmětem podnikání je stavební vodohospodářská výroba, opravy čerpadel a ostatní služby.

b) regionální vymezení

Z hlediska regionálního vymezení společnost poskytuje své činnosti ve dvou oblastech - Moravská Třebová a Polička.

c) cílová skupina odběratelů

Cílovou skupinou zákazníků jsou regionální firmy a domácnosti.

Podle výrobní činnosti je společnost VHOS, a.s. zařazena dle klasifikace OKEČ do oboru podnikání 410020 – Úprava a rozvod pitné a užitkové vody.

3.2.3. HLAVNÍ ZÁKAZNÍCI

Výhradními zákazníky jsou regionální firmy a domácnosti. U prodeje pitné i vody odkanalizované se projevuje trend poklesu tržeb z titulu úsporných opatření či ukončení podnikání regionálních firem.

3.2.4. VYMEZENÍ KONKURENCE

Rivalita mezi konkurenčními podniky je velmi vysoká. V současnosti se na trhu ČR nachází 243 provozovatelů vodohospodářské infrastruktury, kteří nejsou vlastníky. Vodohospodářské společnosti mají většinou s vlastníky infrastrukturního majetku (obcemi) smlouvu na dobu neurčitou, kterou není nutné vypovídat v případě spokojenosti obou stran. Obce však mohou kdykoli vypsat koncesní řízení z důvodu nespokojenosti nebo např. jen ke zjištění nabídnuté ceny konkurence. V rámci konkurenčního boje jsou podniky nuceny snižovat své ziskové marže. Hrozba nových konkurentů je v tomto oboru i regionu stálá. Bariéry odvětví jsou dány povinností splnění legislativních požadavků. Konkurence se skládá z místních obdobně zaměřených podniků a zároveň nadnárodních firem, které pracují v oboru po celém světě.

3.2.5. HROZBA SUBSTITUTŮ

Hrozba substitutů neexistuje, protože nelze nahradit dodávání pitné vody a čištění odpadních vod substitučními výrobky či službami.

3.2.6. VYJEDNÁVACÍ SÍLA ODBĚRATELŮ

Vyjednávací síla odběratelů je v tomto odvětví téměř mizivá. Cena je vyjednána plošně pro město či svazek obcí a příslušní odběratelé ji musí respektovat. Přichází v úvahu případná komunikace odběratelů se zástupci města, která však nebývá obvyklá ze skutečnosti, že náklady na vodu nejsou u průmyslových podniků většinou zásadní.

3.2.7. VYJEDNÁVACÍ SÍLA DODAVATELŮ

Vyjednávací síla dodavatelů také není zvláště vysoká. Strategické dodávky, jako např. potrubí (dodává Hawle armatury s. r. o.) nebo energie (E. ON) zajišťuje mateřská společnost ENERGIE pro všechny dceřiné podniky. Díky vysokým obrátům dodávaných služeb či materiálu si dokáže vyjednat výrazné slevy.

3.2.8. SLABÉ A SILNÉ STRÁNKY, OHROŽENÍ A PŘÍLEŽITOSTI

Za silné stránky podniku je možné považovat:

- dobrá pověst a jméno podniku
- poskytování životně nutných služeb dodávkou a odvodem vody
- nadstandardní personální, technické a technologické vybavení
- znalost regionu
- součást silného vlastnického uskupení

Ke slabým stránkám patří:

- závislost na vlastnících infrastrukturního majetku
- povinnost respektování věcného usměrňování cen
- závislost na hospodářském cyklu

Jako možné ohrožení se jeví:

- oddílná provozní společnost se zakázkami (provoz vodovodů a kanalizací) na dobu neurčitou s výjimkou zakázek čerpajících prostředky z OPŽP s dobou určitou do roku 2015
- výrazné odstředivé tendence municipalit
- precedent "samoprovazování" vyplývající ze značné atomizace provozovaných regionů celého bývalého Východočeského kraje
- precedent odloučení municipalit
- ekonomicky slabý region
- výrazné změny na trhu pro doplňkové odborné služby typu servis a oprava čerpadel, kanalizační služby a odborné činnosti v oboru provozování vodovodů a kanalizací

Příležitosti:

- rozšíření oblasti působnosti vstupem na nový trh budováním nové infrastruktury
- noví spotřebitelé a noví producenti (průmyslové zóny)

Po provedení SWOT analýzy je zřejmé, že i když společnost disponuje regionálním dobrým jménem a má za sebou silnou, stabilní mateřskou společnost, je vystaven celé řadě ohrožení. Největší jeho slabinou je skutečnost, že zisky podniku závisí na vyjednání podmínek s vlastníky infrastruktury, tedy městy či svazky obcí. Taktéž podnik je silně ovlivněn vývojem hospodářského cyklu. Kvůli velkému množství hrozeb, z nich největší je přibývání konkurence a pokles spotřeby vodného se jeví jako možná příležitost vybudování nové infrastruktury.

4. FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

Účelem finanční analýzy je posoudit finanční situaci podniku VHOS, a.s., zanalyzovat a zhodnotit hospodaření společnosti v období let 2012 – 2016 a identifikovat hlavní činitele, které ovlivňují celkové výsledky hospodaření. Finanční analýza je také podkladem a východiskem pro zpracování finančního plánu.

K vypracování finanční analýzy bylo použito účetních výkazů, výročních zpráv a zpráv o hospodaření společnosti VHOS, a.s. z let 2012 – 2016. Data z let 2012 – 2016 pocházejí z účetních závěrek, které byly ověřeny nezávislým auditorem. Na základě výroku „bez výhrad“ lze považovat údaje v nich obsažené za věrně a poctivě zobrazující stav aktiv, závazků, vlastního kapitálu a finanční situace. V úvodu kapitoly jsou zachyceny principy účetní politiky podniku, zobrazena struktura účetních výkazů a zhodnocen vývoj jednotlivých položek v čase. Druhá část pak obsahuje analýzu poměrových ukazatelů, které umožní blíže zhodnotit finanční zdraví podniku

4.1. ÚČETNÍ POLITIKA

Společnost VHOS, a.s. vede podvojně účetnictví, které se řídí zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví ve znění pozdějších předpisů, účtovou osnovou a postupy účtování pro podnikatele. Jsou dodržovány obecné účetní zásady:

- zásada reálného zobrazení majetku, hospodářského výsledku a finanční situace
- zásada opatrnosti
- bilanční kontinuita
- stálost metod
- zákaz kompenzace

4.1.1. FISKÁLNÍ OBDOBÍ

Účetním rokem společnosti je hospodářský rok počínající od 1.10. a končící 30.9. následujícího roku. Společnost v roce 2010 provedla změnu účetního období z kalendářního roku na rok hospodářský. Období, za které bylo zpracována účetní závěrka dle českých účetních standardů v 2010 je tzv. zkráceným přechodným obdobím (1. 1. 2010 – 30. 09. 2010).

4.1.2. DLOUHODOBÝ HMOTNÝ A NEHMOTNÝ MAJETEK

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je evidován v pořizovací ceně. Dlouhodobý hmotný majetek v pořizovací ceně do 30 tis. Kč a dlouhodobý nehmotný majetek v pořizovací ceně do 60 tis. Kč není vykazován v rozvaze a je účtován do nákladů v roce jeho pořízení.

Náklady na technické zhodnocení dlouhodobého hmotného majetku zvyšovaly jeho pořizovací cenu (ve výši dle zákona o dani z příjmů). Účetní odpisy byly vypočteny na základě pořizovací ceny a předpokládané doby životnosti příslušného majetku a účtovány do nákladů dle odpisového plánu.

Ocenění dlouhodobého majetku vlastní výroby zahrnuje přímý materiál, přímé mzdy a režijní náklady přímo spojené s jeho výrobou až do doby jeho aktivace.

4.1.3. DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK

Společnost ve svém majetku neeviduje žádné cenné papíry ani podíly.

4.1.4. ZÁSoby

Materiál je oceňován v pořizovacích cenách. Pořizovací cena zahrnuje cenu pořízení, celní poplatky, skladovací poplatky při dopravě a dopravné za dodání do výrobního areálu. Úbytek materiálu je oceňován metodou váženého aritmetického průměru.

Nedokončená výroba je oceňována vlastními náklady, které zahrnují cenu materiálu, práce a proporcionalní část výrobních režijních nákladů podle stavu rozpracovanosti. Úbytek nedokončené výroby je oceňován standardními cenami.

4.1.5. NAJATÝ MAJETEK

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

4.1.6. DAŇ Z PŘÍJMU

Daň z příjmů za dané období se skládá ze splatné daně a ze změny stavu v odložené dani. Splatná daň zahrnuje daň vypočtenou z daňového základu s použitím daňové sazby platné v první den účetního období a veškeré doměrky a vratky za minulá období.

Odložená daň vychází z veškerých dočasných rozdílů mezi účetní a daňovou hodnotou aktiv a pasiv, případně dalších dočasných rozdílů (daňová ztráta), s použitím očekávané daňové sazby platné pro období, ve kterém budou daňový závazek nebo pohledávka uplatněny.

O odložené daňové pohledávce se účtuje pouze tehdy, je-li pravděpodobné, že bude v následujících účetních obdobích uplatněna.

4.1.7. KLASIFIKACE ZÁVAZKŮ

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

4.1.8. DOHADNÉ ÚČTY AKTIV A PASIV

Dohadné položky aktivní tvoří převážně nevyfakturované vodné a stočné, jehož výše je stanovena na základě výpočtu prostřednictvím zákaznického informačního systému společnosti. Výpočet DPA probíhá dopočtením nevyfakturované spotřeby ke dni závěrky prostřednictvím zjištěného denního průměru na odběrných místech aktivních ke dni závěrky a vynásobením takto zjištěné předpokládané spotřeby cenou vodného a stočného platnou pro dané období.

4.1.9. DOTACE

V účetním období 2015/2016 nebyly společnosti poskytnuty žádné dotace.

4.2. ANALÝZA ÚČETNÍCH VÝKAZŮ

Analýza účetních výkazů zahrnuje vertikální rozvahy a výsledovky, která znázorňuje podíl jednotlivých složek aktiv a pasiv na bilanční sumě a dále horizontální analýzu, která odráží meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek za sledované období.

4.2.1. VERTIKÁLNÍ ANALÝZA AKTIV

Vertikální struktura aktiv	2012	2013	2014	2015	2016
Aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	55,06%	53,07%	41,11%	45,01%	44,90%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,93%	0,45%	1,71%	1,38%	1,23%
Dlouhodobý hmotný majetek	39,72%	40,11%	39,40%	33,80%	33,92%
Pozemky	2,01%	2,05%	2,09%	1,77%	1,76%
Stavby	24,87%	25,20%	26,51%	22,73%	22,69%
Samostatné movité věci	12,84%	12,51%	10,58%	9,24%	9,03%
Dlouhodobý finanční majetek	14,41%	12,52%	0,00%	9,83%	9,75%
Oběžná aktiva	43,44%	45,45%	57,49%	53,78%	54,12%
Zásoby	5,99%	6,68%	5,11%	5,89%	4,16%
Dlouhodobé pohledávky	0,21%	0,21%	0,21%	0,21%	0,63%
Krátkodobé pohledávky	36,40%	37,08%	51,84%	46,81%	49,07%
Krátkodobý finanční majetek	0,84%	1,47%	0,34%	0,87%	0,25%
Časové rozlišení	1,49%	1,48%	1,40%	1,21%	0,98%

4.2.2. VERTIKÁLNÍ ANALÝZA PASIV

Vertikální struktura pasiv	2012	2013	2014	2015	2016
Pasiva celkem	100,00%	102,01%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	62,81%	65,82%	67,55%	64,45%	65,79%
Cizí zdroje	33,59%	33,89%	28,56%	33,91%	32,55%
Rezervy	1,07%	1,19%	0,93%	2,31%	4,09%
Dlouhodobé závazky	0,00%	2,01%	2,14%	1,78%	1,55%
Krátkodobé závazky	32,52%	30,69%	25,49%	29,81%	26,91%
Bankovní úvěry a výpomoci	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Časové rozlišení	3,59%	2,30%	3,89%	1,65%	1,65%

4.2.3. HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA AKTIV

Horizontální struktura aktiv	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15
Aktiva celkem	-1,70%	-1,74%	17,64%	0,75%
Dlouhodobý majetek	-5,26%	-23,88%	28,81%	0,50%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-53,01%	276,37%	-4,65%	-10,50%
Dlouhodobý hmotný majetek	-0,74%	-3,46%	0,92%	1,09%
Pozemky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Stavby	-0,38%	3,36%	0,90%	0,55%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-4,25%	-16,85%	2,69%	-1,58%
Dlouhodobý finanční majetek	-14,60%	-100,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	2,84%	24,30%	10,04%	1,38%
Zásoby	9,65%	-24,82%	35,57%	-28,89%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	-5,13%	21,62%	199,63%
Krátkodobé pohledávky	0,13%	37,36%	6,22%	5,63%
Krátkodobý finanční majetek	72,13%	-77,56%	204,68%	-70,52%
Časové rozlišení	-2,69%	-7,13%	1,85%	-18,12%

4.2.4. HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA PASIV

Horizontální struktura pasiv	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15
Pasiva celkem	0,28%	-3,67%	17,64%	0,75%
Vlastní kapitál	3,01%	0,85%	12,23%	2,86%
Cizí zdroje	-0,83%	-17,20%	39,68%	-3,27%
Rezervy	9,54%	-23,38%	193,52%	78,26%
Dlouhodobé závazky	0,00%	4,51%	-1,99%	-12,60%
Krátkodobé závazky	-7,26%	-18,39%	37,59%	-9,04%
Bankovní úvěry a výpomoci	0,00%	0,00%	-33,33%	0,00%
Časové rozlišení	-37,13%	66,38%	-50,17%	1,05%

Struktura majetku společnosti odpovídá oboru podnikání společnosti. Majetek společnosti sestává především z dlouhodobého hmotného majetku – budov, strojů a zařízení pro výrobu a distribuci pitné vody a oběžných aktiv – pohledávek a finančního majetku.

Aktiva podniku tvoří ze 55,06% (2012), 53,07% (2013), 41,11% (2014), 45,01% (2015) a 44,90% (2016) dlouhodobý majetek a z 43,44% (2012), 45,45% (2013), 57,49% (2014), 53,78% (2015) a 54,12% (2016) oběžná aktiva.

Ve vývoji bilanční sumy v roce 2015 došlo k navýšení aktiv vlivem vzniku pohledávky za ovládající osobou a složení peněžních prostředků na termínovaném vkladu. Vývoj dlouhodobého finančního majetku ovlivňuje strukturu aktiv společnosti, výše dlouhodobého hmotného majetku je po sledované období konstantní.

Zásadní podíl na oběžných aktivech mají krátkodobé pohledávky. Stav finančního majetku odpovídá v průběhu účetního období provozním potřebám.

Podíl vlastního kapitálu i závazků na celkových aktivech po sledované období je stabilní. Společnost nečerpá bankovní úvěry.

4.2.5. VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOKY

Vertikální struktura výsledovky	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady vynaložené na prodané zboží	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Obchodní marže	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výkony	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
z toho: Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	100,32%	99,27%	101,31%	99,11%	100,88%
Výkonová spotřeba	64,61%	64,66%	64,32%	64,64%	64,50%
Přidaná hodnota	35,39%	35,34%	35,68%	35,36%	35,50%
Osobní náklady	23,11%	23,22%	23,62%	23,42%	23,08%
Daně a poplatky	0,26%	0,25%	0,25%	0,22%	0,24%
Odpisy	3,21%	3,38%	3,01%	2,62%	2,82%
Jiné provozní výnosy	6,83%	5,78%	8,66%	10,91%	11,31%
Jiné provozní náklady	9,70%	8,63%	11,42%	12,65%	12,96%
Provozní výsledek hospodaření	5,57%	5,68%	5,89%	6,25%	6,65%
Finanční výnosy	0,41%	1,40%	0,13%	0,02%	0,02%
Finanční náklady	0,19%	0,15%	0,04%	0,06%	0,09%
Finanční výsledek hospodaření	0,22%	1,25%	0,09%	-0,04%	-0,07%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	4,74%	5,83%	4,86%	5,05%	5,36%
Mimořádný výsledek hospodaření	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výsledek hospodaření za účetní období	4,74%	5,83%	4,86%	5,05%	5,36%
Výsledek hospodaření před zdaněním	5,79%	6,93%	5,98%	6,22%	6,59%

4.2.6. HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKY

Horizontální struktura výsledovky	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15
Výkony	4,82%	-2,57%	5,51%	0,27%
z toho: Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	3,72%	-0,57%	3,23%	2,06%
Výkonová spotřeba	4,90%	-3,09%	6,04%	0,07%
Přidaná hodnota	4,67%	-1,62%	4,56%	0,65%
Osobní náklady	5,31%	-0,90%	4,62%	-1,18%
Daně a poplatky	2,82%	-5,71%	-5,57%	7,95%
Odpisy	10,41%	-13,42%	-8,23%	8,11%
Jiné provozní výnosy	-11,24%	45,89%	33,03%	3,95%
Jiné provozní náklady	-6,73%	28,92%	16,85%	2,70%
Provozní výsledek hospodaření	6,87%	1,02%	12,03%	6,70%
Finanční výnosy	258,21%	-91,00%	-84,26%	26,47%
Finanční náklady	-17,04%	-75,58%	55,56%	64,29%
Finanční výsledek hospodaření	496,66%	-92,86%	-141,83%	84,38%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	28,87%	-18,81%	9,85%	6,36%
Výsledek hospodaření za účetní období	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výsledek hospodaření před zdaněním	28,87%	-18,81%	9,85%	6,36%

Výkony vykazují po sledované období kolísavý z 164 068 tis. Kč (2012), 171 970 tis. Kč (2013), 167 551 tis. Kč (2014), 176 788 tis. Kč (2015) na 177 268 tis. Kč (2016).

Přidaná hodnota dosáhla výše 58 064 tis. Kč (2012), 60 776 tis. Kč (2013), 59 790 tis. Kč (2014), 62 519 tis. Kč (2015) a 62 924 tis. Kč (2016).

4.2.7. ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

Poměrové ukazatele jsou podle zkoumaných oblastí rozděleny do čtyř skupin:

- Ukazatele rentability
- Ukazatele aktivity
- Ukazatele likvidity
- Ukazatele stability

4.2.7.1. ANALÝZA RENTABILITY

Tab. Ukazatele rentability

Rok	2013	2014	2015	2016
Rentabilita tržeb	5,87%	4,79%	5,10%	5,31%
Rentabilita vlastního kapitálu	14,04%	11,18%	11,53%	11,43%
Rentabilita aktiv	9,01%	7,39%	7,59%	7,44%
Rentabilita celkového kapitálu	10,71%	9,11%	9,34%	9,15%

Rentabilita celkového kapitálu je určena jako rentabilita úhrnných vložených prostředků – dává do poměru zisk před úroky a zdaněním (EBIT) s velikostí celkového kapitálu, čímž umožňuje posoudit výnosnost kapitálu bez ohledu na strukturu zdrojů podniku. Tak je možné zohlednit její o něco málo vyšší hodnoty v porovnání s ukazatelem rentability aktiv. Hodnota ukazatele ROA (stejně jako ostatních ukazatelů rentability) je dána velikostí výsledků hospodaření a zároveň ukazuje nízké zhodnocení příp. znehodnocení investovaných prostředků v minulých letech.

Rentabilita aktiv je vypočítána jako poměr výsledku hospodaření po úrocích a zdanění (EAT) a celkových aktiv. Dosahuje tudíž nižších hodnot než ukazatel rentability celkového kapitálu, jelikož v čitateli není zahrnut potenciální daňový štít z placených úroků. Rostoucí hodnota ukazatele je dána na straně jedné snižující se velikostí ztráty, na straně druhé klesající úrovní aktiv.

4.2.7.2. ANALÝZA AKTIVITY

Tab. Ukazatele aktivity

Rok	2013	2014	2015	2016
Obrat zásob	24,29	26,36	26,92	27,90
Obrat pohledávek	4,16	3,49	3,02	2,90
Obrat vlastního kapitálu	2,39	2,33	2,26	2,15
Obrat celkového kapitálu	1,52	1,54	1,49	1,40

Obrátka zásob posuzuje likviditu zásob společnosti. Hodnota ukazatele říká, kolikrát je v průběhu roku každá položka zásob v průměru prodána a znovu uskladněna. Nízká obrátka zásob může společně s vysokým ukazatelem běžné likvidity znamenat, že společnost disponuje zastaralými zásobami, jejichž skutečná hodnota neodpovídá účetní. Dalším aspektem nadbytečného množství zásob je zmrazení finančních prostředků na krytí těchto zásob, které by mohly být použity efektivněji.

Obrat celkových aktiv sleduje intenzitu použití celkových aktiv. Ukazatel se srovnává s oborovým průměrem, přičemž nízká hodnota naznačuje nutnost zvýšení tržeb (pokud to charakter podnikání a trhu umožňuje) nebo odprodání části aktiv. Také v případě tohoto ukazatele se podobně jako u obratu fixních aktiv projevuje zkreslení způsobené vlivem inflace na historickou cenu majetku.

Průměrná doba splatnosti pohledávek hodnotí rozvahový účet pohledávek. Vypočítá se jako podíl celkových pohledávek a průměrných tržeb připadajících na jeden den. Podle konvence se při výpočtu používá 360 dní místo 365 dní. Výsledek reprezentuje časové období, během kterého je inkaso za každodenní tržby zmrazeno v pohledávkách firmy. Srovnáním tohoto ukazatele s obecnou lhůtou splatnosti při fakturaci lze hodnotit účinnost systému vymáhání pohledávek.

Průměrná doba splatnosti závazků hodnotí rozvahový účet závazků. Vypočítá se jako podíl celkových závazků a průměrných nákupů připadajících na jeden den. Nákupy zahrnují výrobní spotřebu a daně a poplatky. Podle konvence se při výpočtu používá 360 dní místo 365 dní. Výsledek reprezentuje časové období, během kterého jsou platby za každodenní nákupy drženy ve formě závazků firmy. Optimální hodnota ukazatele závisí na smluvních podmínkách s dodavateli, přičemž obecně je snahou platbu co nejvíce oddálit.

4.2.7.3. ANALÝZA LIKVIDITY A PLATEBNÍ SCHOPNOSTI

Tab. Ukazatele likvidity

Rok	2013	2014	2015	2016
Okamžitá likvidita	4,79%	1,32%	2,92%	0,95%
Rychlá likvidita	125,64%	204,72%	159,95%	183,31%
Běžná likvidita	148,10%	225,58%	180,42%	201,10%

Ukazatel okamžité likvidity hodnotí schopnost společnosti dostát svým závazkům za použití oběžných aktiv s vyloučením zásob a pohledávek. Pohledávky reprezentují po zásobách další pomalu se obracející položku oběžných prostředků. Po jejich vyloučení dostáváme v čitateli pouze vysoce likvidní část aktiv, která je reprezentována hotovostí a jejími ekvivalenty. Srovnáním s ukazatelem pohotovosti likvidity tedy sledovat podíl pohledávek na oběžných aktivech firmy.

Ukazatel běžné likvidity hodnotí schopnost podniku uhradit své krátkodobé závazky při použití oběžných aktiv a představuje základní měřítko krátkodobé solventnosti podniku. Jinými slovy tento ukazatel sleduje kolikrát je společnost schopna uspokojit věřitele, kdyby proměnila veškerá svá oběžná aktiva v hotovost. Nízká úroveň běžné likvidity naznačuje, že krátkodobá pasiva (půjčky, nesplacené závazky apod.) rostou rychleji než oběžná aktiva, což ukazuje na sníženou schopnost společnosti dostát včas svým závazkům.

Ukazatel pohotovosti likvidity hodnotí schopnost podniku uhradit své krátkodobé závazky za použití oběžných aktiv při vyloučení zásob. Zásoby jsou z hlediska obratu nejpomalejší položkou v rámci oběžných aktiv. To znamená, že jejich přeměna na hotovost by v případě nutnosti rychle splatit závazky byla zdlouhavá a ztrátová (např. neprodejné výrobky atd.). Z těchto důvodů jsou při posouzení krátkodobé solventnosti firmy zásoby eliminovány. Výrazně nižší pohotovost likvidity ve srovnání s běžnou likviditou ukazuje na vysoký podíl zásob v oběžných aktivech. Tento jev je však nutné posuzovat s ohledem na charakter podnikání společnosti (sezónnost, obch. spol. apod.).

Hodnoty ukazatelů běžné a okamžité likvidity se pohybují pod úrovní optimálního obecně stanoveného pásma, rychlá likvidita je na úrovni pásma (interval pro běžnou likviditu je 1,5-2,5; interval pro rychlou/pohotovostovou likviditu 0,9-1,1 a interval pro okamžitou likviditu pak 0,2).

4.2.7.4. ANALÝZA ZADLUŽENOSTI

Tab. Ukazatele zadluženosti

Rok	2013	2014	2015	2016
Stupeň finanční nezávislosti	64,53%	67,55%	64,45%	65,79%
Stupeň zadlužení	33,22%	28,56%	33,91%	32,55%
Úrokové krytí	11550,96%	66900,00%	x	389333,33%
Stupeň samofinancování	74,29%	81,27%	103,98%	108,93%

Ukazatel zadluženosti měří podíl cizích zdrojů na krytí celkových aktiv. Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem určuje míru rizika ze strany věřitelů, kteří vyžadují dostatečnou hodnotu vlastního jmění zaručující splacení jejich pohledávek v případě likvidace společnosti.

Ukazatel úrokového krytí hodnotí schopnost společnosti krýt úroky vzniklé účastí cizího kapitálu. Jinými slovy úrokové krytí říká, kolikrát může poklesnout zisk firmy (zvýšený o daň z příjmu a finanční náklady), než přestane být schopna splácet úroky.

4.3. ZÁVĚRY Z FINANČNÍ ANALÝZY

Po analýze jednotlivých ukazatelů lze potvrdit závěry strategické analýzy, která poukazuje na udržitelnost tržeb spojených se činností podniku na trhu podniků vodárenství, jehož výsledkem je jistá budoucnost podniku jako celku. Podle provedené analýzy finančního plánu společnosti společnost dosáhne kladných výsledků hospodaření s dobrou rentabilitou a nepřepokládá se ukončení činnosti. Zadluženost společnosti nevykazuje žádné rizikové faktory. Výsledky provedené finanční analýzy dávají předpoklad pro aplikaci výnosového způsobu ocenění.

5. FINANČNÍ PLÁN PODNIKU

Východiskem pro aplikaci metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je finanční plán podniku. Finanční plán společnosti **VHOS, a.s.** byl zpracován s výhledem do roku 2022. Finanční plán podniku nenahrazuje standardní finanční a obchodní plán, který společnost vyhotovuje pro vlastní obchodní a finanční potřebu. Znalci je známo, že české účetní standardy byly v období od prvního roku historického období finančního plánu do dne zpracování znaleckého posudku revidovány. Avšak v zájmu zachování kontinuity byl finanční plán sestaven v návaznosti na historické účetní výkazy. Cílem finanční projekce je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku společnosti. Plánovaná tempa růstu byla stanovena po provedení horizontální analýzy výnosů, nákladů a rozvahy. Procentní struktura výnosů, nákladů a rozvahy byla stanovena na základě vertikální analýzy.

Zásady uplatněné při modelování finančního plánu

- plán tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb vychází především z předpokládaných objemů výroby a dodávky pitné vody a odvádění a čištění odpadních vod
- výkonová spotřeba je plánována ve vazbě na předpokládaný objem výkonů
- plánovaný objem mzdových prostředků vychází z předpokládaného stavu zaměstnanců a tempa růstu přidané hodnoty
- plánování odpisů vychází z odhadu časové řady odpisů stávajícího majetku a odpisů z nově plánovaných investic
- plán krátkodobých pohledávek kalkulován ve vazbě k odpovídajícím výnosům s přihlédnutím k době obratu pohledávek
- plán zásob kalkulován ve vazbě k odpovídajícím výnosům s přihlédnutím k době obratu zásob plánování finančního majetku – výsledná veličina plánu určena ve výkaze peněžních toků v důsledku vybilancovatelnosti rozvahy
- plánování krátkodobých závazků plánováno
 - a) s ohledem na dobu splatnosti
 - b) ve vazbě na oběžná aktiva tak, aby hodnota pracovního kapitálu byla vždy kladná
- plánování dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku
 - a) při respektování stavu majetku v posledním historickém vývoji
 - b) zvyšování o plánovanou obnovu, rekonstrukce a investice
 - c) snižování o plánované odpisy
- plánování stálých pasiv – financování vlastním kapitálem

5.1. PLÁNOVANÉ PROVOZNÍ VÝNOSY

5.1.1. TRŽBY ZA PRODEJ VLASTNÍCH VÝROBKŮ A SLUŽEB

Hlavní činností společnosti je výroba a dodávka pitné vody a odvádění a čištění odpadních vod. Rozhodujícími tržbami je vodné a stočné, které tvoří více než 80% celkových výnosů společnosti. Ostatní výnosy, které společnosti plynou jsou výnosy ze stavební výroby, oprav čerpadel a jiných služeb.

Trend výše tržeb pro budoucí období je odhadován jako stagnující, a to z důvodu dalšího poklesu spotřeby pitné vody a poklesu produkce odpadních vod. Pro následné budoucí období se optimisticky očekává nominální nárůst výše tržeb o očekávanou inflaci, přičemž společnost bude čelit silným hrozbám k dosažení výše plánovaných tržeb. Riziko nejasné budoucnosti se v ocenění promítne v diskontní míře přírážkou za nejasnou budoucnost.

Tab. Vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a jejich tempo růstu v letech 2012 až 2016

Rok	2012	2013	2014	2015	2016
Tempo růstu tržeb za prodej výrobků a služeb		3,72%	- 0,57%	3,23%	2,06%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v tis. Kč	164 594	170 717	169 739	175 223	178 835

Tab. Predikce tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a jejich tempa růstu v letech 2017 až 2022

Rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tempo růstu tržeb za prodej výrobků a služeb	0,50%	0,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v tis.Kč	179 729	180 628	184 240	187 925	191 684	195 517

5.2. PLÁNOVANÉ PROVOZNÍ NÁKLADY

5.2.1. SPOTŘEBA MATERIÁLU A ENERGIE

Tab. Vývoj spotřeby materiálu a energie a jejich relace k tržbám v letech 2012 až 2016

Rok	2012	2013	2014	2015	2016
Spotřeba materiálu a energie / Tržby za výrobky a služby	20,38%	22,07%	17,78%	18,56%	17,52%
Spotřeba materiálu a energie v tis. Kč	33 549	37 675	30 188	32 522	31 331

Tab. Predikce spotřeby materiálu a energie a jejich relace k tržbám v letech 2017 až 2022

Rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Spotřeba materiálu a energie / Tržby za výrobky a služby	18,80%	18,50%	18,40%	18,30%	18,25%	18,20%
Spotřeba materiálu a energie v tis. Kč	33 789	33 416	33 900	34 390	34 982	35 584

5.2.2. NÁKLADY NA SLUŽBY

Tab. Vývoj nákladů na služby a jejich relace k tržbám v letech 2012 až 2016

Rok	2012	2013	2014	2015	2016
Náklady na služby / Tržby za výrobky a služby	44,02%	43,06%	45,70%	46,65%	46,42%
Náklady na služby v tis. Kč	72 455	73 519	77 573	81 747	83 013

Tab. Predikce nákladů na služby a jejich relace k tržbám v letech 2017 až 2022

Rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Náklady na služby / Tržby za výrobky a služby	46,90%	46,60%	46,60%	46,50%	46,40%	46,40%
Náklady na služby v tis. Kč	84 293	84 173	85 856	87 385	88 941	90 720

5.2.3. NÁKLADY NA MZDY

Ve finančním plánu je kalkulováno s meziročním navyšováním mzdy zaměstnanců ve výši 5% po dobu prvních tří let finančního plánu, 4% ve čtvrtém roce plánu a 3% v posledních dvou letech plánu při udržení počtu pracovníků roku 2016 po celou dobu plánu. Růst nominálních mezd bude v souladu s makroekonomickou predikcí v prvních letech vyšší (5%) a následně se ustálí na 3% (tj. 1% nad očekávanou dlouhodobou inflací)

Tab. Vývoj nákladů na mzdy a jejich tempo růstu v letech 2012 až 2016

Rok	2012	2013	2014	2015	2016
Tempo růstu průměrné mzdy		5,4%	-4,8%	2,3%	2,2%
Přepočtený počet zaměstnanců	99	99	100	98	97
Mzdy v tis. Kč	27 035	28 486	27 381	27 448	27 768
Průměrná měsíční mzda v Kč	22 757	23 978	22 818	23 340	23 856

Tab. Predikce nákladů na mzdy a jejich tempa růstu v letech 2017 až 2022

Rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tempo růstu průměrné mzdy	5%	5%	5%	4%	3%	3%
Přepočtený počet zaměstnanců	97	97	97	97	97	97
Průměrná měsíční mzda v Kč	25 048	26 301	27 616	28 721	29 582	30 470
Mzdy v tis. Kč	29 156	30 614	32 145	33 431	34 434	35 467

5.3. PRACOVNÍ KAPITÁL

Pracovní kapitál zahrnuje krátkodobý finanční majetek, zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky vyjma krátkodobých bankovních úvěrů. V projekci je provedeno započtení pouze v provozně nutném rozsahu, tzn. krátkodobý finanční majetek dle okamžité likvidity a ostatní položky pracovního kapitálu dle počtu obrátek

Tab. Vývoj počtu obrátek složek pracovního kapitálu v letech 2012 až 2016

Rok	2012	2013	2014	2015	2016
Počet obrátek krátkodobých pohledávek	0,248	0,239	0,330	0,340	0,352
Počet obrátek zásob	0,041	0,043	0,033	0,043	0,030
Počet obrátek krátkodobých závazků	0,221	0,198	0,162	0,216	0,193

Tab. Predikce počtu obrátek složek pracovního kapitálu v letech 2017 až 2022

Rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Počet obrátek krátkodobých pohledávek	0,350	0,350	0,350	0,350	0,350	0,350
Počet obrátek zásob	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Počet obrátek krátkodobých závazků	0,195	0,195	0,195	0,195	0,195	0,195

Tab. Predikce složek pracovního kapitálu v letech 2017 až 2022

Rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Krátkodobé pohledávky	62 905	63 220	64 484	65 774	67 089	68 431
Zásoby	5 392	5 419	5 527	5 638	5 751	5 866
Krátkodobé závazky	35 047	35 222	35 927	36 645	37 378	38 126

5.4. INVESTICE A ODPISY

Plánování dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je založeno na

- a) respektování stavu majetku v posledním historickém vývoji
- b) zvyšování o plánovanou obnovu, rekonstrukce a investice
- c) snižování o plánované odpisy

Tab. Predikce výše investic a odpisů

Rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Investice v tis. Kč	5 516	4 087	5 300	5 650	5 700	5 550
Odpisy v tis. Kč	5 000	5 000	5 100	5 150	5 200	5 250

6. METODOLOGIE OCEŇOVÁNÍ

6.1. ZÁKLADNÍ POJMY

Cena je pojem používaný pro částku, která je požadována, nabízena nebo zaplacená za zboží nebo službu. Vzhledem k finančním možnostem, motivacím nebo zájmům kupujícího nebo prodávajícího může nebo nemusí mít cena zaplacená za zboží či služby vztah k hodnotě, kterou tomuto zboží nebo službě mohou připisovat jiní. Cena je indikací relativní hodnoty připisované zboží konkrétním kupujícím v konkrétních podmínkách. S touto definicí je v souladu i aktuální definice ceny, uvedená v zákoně č.151/97 Sb., o oceňování majetku: *...obvyklou cenou se rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, případně obdobného majetku, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku, ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího, nebo kupujícího, ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku nebo službě, vyplývající z osobního vztahu k nim.*

Hodnota je ekonomický pojem, je výrazem schopnosti zboží být předmětem směny. Hodnota není skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase, podle konkrétní definice hodnoty. Hodnota by měla být výsledkem střetu nabídek kupujícího a prodávajícího. Protože není tato podmínka splněna, je prováděno ocenění. Výsledkem je potom stanovení tržní hodnoty, ale ta není hodnotou směnnou, již realizovanou, ale potencionálním východiskem pro cenové jednání o individuální koupi. Základem hodnoty v odhadu je objektivní (tržní) hodnota („fair value“) vyjádřená v peněžních jednotkách (v české právní terminologii *cena obvyklá*). Tato objektivní hodnota je definována v souladu s doporučeními Evropského sdružení odhadců majetku TEGOVOFA (The European Group of Fixed Assets) jako finanční částka, která může být směněna mezi dobrovolně jednajícím potenciálním kupujícím a prodávajícím, aniž by byl činěn nátlak na koupi nebo prodej. Přitom obě zúčastněné strany si plně uvědomují a znají všechna relevantní fakta o dané věci.

Podnikem se 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 ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.

Čistým obchodním majetkem je obchodní jmění po odečtení veškerých závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li právnickou osobou. Obchodním majetkem právnické osoby rozumíme veškerý její majetek.

Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.

6.2. PRÁVNÍ RÁMEC OCEŇOVÁNÍ

V České republice upravuje oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot pro účely stanovené zvláštními předpisy zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku. Majetek a služba se oceňují *obvyklou cenou*, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování. Jiným způsobem oceňování se rozumí

- a) nákladový způsob, který vychází z nákladů, které by bylo nutno vynaložit na pořízení předmětu ocenění v místě ocenění a podle stavu ocenění
- b) výnosový způsob, který vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat, a z kapitalizace tohoto výnosu
- c) porovnávací způsob, který vychází z porovnání předmětu ocenění se stejným nebo obdobným předmětem a cenou sjednanou při jeho prodeji; je jím též ocenění věci odvozením z ceny jiné funkčně související věci
- d) oceňování podle jmenovité hodnoty, které vychází z částky, na kterou předmět ocenění zní nebo která je jinak zřejmá
- e) oceňování podle účetní hodnoty, které vychází ze způsobů oceňování stanovených na základě předpisů o účetnictví
- f) oceňování podle kurzové hodnoty, které z ceny předmětu ocenění zaznamenané ve stanoveném období na trhu
- g) oceňování sjednanou cenou, kterou je cena předmětu ocenění sjednaná při jeho prodeji, popřípadě cena odvozená ze sjednaných cen

Oceňování cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu upravuje §19 odst.1 písm.a) „*Cenné papíry tuzemské nebo zahraniční, obchodované na tuzemském regulovaném trhu nebo současně na tuzemském i zahraničním regulovaném trhu, se oceňují kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v den ocenění. Pokud nebylo v den ocenění cenným papírem na tuzemské burze obchodováno, ocení se posledním kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v období přecházejícím 30 dnů přede dnem ocenění, pokud byl v tomto dni cenný papír obchodován. Nebyl-li cenný papír obchodován na tuzemské burze v těchto posledních dnech, ocení se nejnižším dosaženým kurzem vyhlášeným ve stejném období u ostatních organizátorů tuzemského mimoburzovního trhu cenných papírů.*“

Oceňování cenných papírů neobchodovaných na regulovaném trhu a nekótovaných cenných papírů stanovuje §20 odst.1 písm.a)

„*Cenné papíry neobchodované na regulovaném trhu a nekótované cenné papíry se oceňují takto:*

- a) *akcie a podílové listy uzavřených podílových fondů podílem, v jehož čitateli je vlastní kapitál a akciové společnosti nebo uzavřeného podílového fondu podle účetní závěrky za předchozí účetní období, pokud není prokázána jiná hodnota vlastního kapitálu, a ve jmenovateli počet vydaných akcií nebo podílových listů převedený na shodnou emisní hodnotu*

Oceňování obchodního závodu je upraveno v § 24

„*Obchodní závod nebo jeho část se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků zjištěných podle tohoto zákona sníženým o ceny závazků.*“ Je umožněno provést ocenění výnosovým způsobem či v kombinaci s majetkovým oceněním.

6.3. METODY OCEŇOVÁNÍ AKCIÍ

Finanční ocenění akcií si klade za cíl vyjádřit jejich hodnotu peněžitém ekvivalentem. Při stanovování výsledné peněžité hodnoty se používají v zásadě tři skupiny oceňovacích metod: majetkové metody, metody výnosové, metody porovnávací a metody kombinované

6.3.1. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU (MAJETKOVÉ METODY)

6.3.1.1. METODA ÚČETNÍ HODNOTY

Metoda účetní hodnoty vychází z informací zjištěných v účetnictví. Schopnost zobrazit reálnou hodnotu majetku ke dni ocenění je omezena platnými postupy účtování, které nezobrazují reálnou hodnotu majetku poněvadž

- účetní hodnota aktiv je vyjádřena v historických pořizovacích cenách
- účetní hodnota zásob, materiálu a výrobků nevyjadřuje aktuální nákupní či prodejní cenu
- o pohledávkách je účtováno v nominálních hodnotách

Účetní hodnota vlastního kapitálu představuje rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou všech závazků. Na účetní hodnotu vlastního kapitálu je třeba pohlížet jako na výchozí hodnotu pro jednoduché zjištění hodnoty podniku.

6.3.1.2. METODA SUBSTANČNÍ HODNOTY

Substanční hodnotou podniku rozumíme souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek z pohledu jejich zapojení do fungujícího podniku (princip *going concern*). Tato metoda je nejbližší pojetí § 24 odst.1 zákona č.151/1997 Sb., o oceňování majetku. U jednotlivých složek aktiv je zjišťována jejich reprodukční hodnota snížená o patřičné opotřebení. Takto zjištěná hodnota představuje substanční hodnotu brutto. Náklady na znovupořízení pro ocenění substanční hodnoty je možné zjišťovat několika způsoby:

- metoda tržního porovnání (vychází z již realizovaných prodejů ekvivalentního majetku)
- metoda výnosová (výnos představuje diskontovaný budoucí finanční tok spojený s danou majetkovou částí)
- metoda indexová (vychází z historických cen, které jsou upraveny cenovým indexem)
- přímé zjišťování cen (odvozením z kalkulací a ceníků)
- oceňování podle zvolené jednotky (přepočtem na zvolenou jednotku)
- metoda funkčního zjišťování cen (kombinace předchozích metod)

6.3.1.3. METODA LIKVIDAČNÍ HODNOTY

V případě podniků v likvidaci či ztrátových podniků je kalkulována likvidační hodnota podniku. Likvidační hodnotou se rozumí součet prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku po úhradě nákladů spojených s likvidací. V ocenění podniku likvidační hodnota tvoří dolní hranici ocenění hodnoty podniku a je kritériem úvah o sanaci podniku. Pokud je likvidační hodnota vyšší než jeho výnosová hodnota po sanaci, je neekonomické provádět revitalizaci podniku a lépe přistoupit k likvidaci podniku.

6.3.2. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ (VÝNOSOVÉ METODY)

6.3.2.1. METODA VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE

Metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm) vychází z peněžního toku podniku financovaného pouze vlastním kapitálem a reálná struktura financování se respektuje pomocí diskontní sazby. Výsledkem této metody je stanovení hodnoty podniku. Hodnota vlastního kapitálu se stanoví následně jako rozdíl hodnoty podniku a cizího kapitálu vyvolávajícího náklady na počátku plánovacího období. Jednotlivé modifikace této metody se odlišují způsobem stanovení pokračující hodnoty, kterou lze stanovit pomocí

- perpetuity, tvořené součtem diskontovaného volného peněžního toku 2. fáze
- na základě odhadu poměru tržní ceny akcie a zisku dosaženého na akcii (P/E)
- tzv. likvidační hodnoty, představující odhad ocenění podniku na počátku 2. fáze
- pomocí účetní hodnoty podniku na konci plánovacího období
- modelu tvorby hodnoty (tempo růstu čistého provozního zisku a rentability čistých investic)

6.3.2.2. METODA VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY

Metoda volného peněžního toku pro vlastníky (Free Cash Flow to the Equity) vychází z čistého peněžního toku pro vlastníky (v podobě zisku zadržného ve firmě, resp. dividend a podílů na zisku), zbývajících po úhradě úroků a splátek cizího kapitálu, poskytnutého věřiteli. Hodnota 2. fáze se stanoví opět pomocí perpetuity. Tato metoda vede primárně ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu, takže hodnota podniku se stanoví následně jako součet zjištěné hodnoty vlastního kapitálu a cizího úročeného kapitálu na počátku plánovacího období.

6.3.2.3. METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY

Metoda ekonomické přidané hodnoty vychází z výpočtu veličiny, o kterou čistý provozní zisk převyšuje náklady investovaného kapitálu (tzv. Economic Value Added – EVA[®]). Hodnotu podniku tvoří součet hodnoty 1. fáze (souhrn diskontované ekonomické přidané hodnoty za plánovací období), hodnoty 2. fáze (diskontovaná perpetuita) a celkového investovaného kapitálu na počátku plánovacího období. Podobně jako v předchozí metodě vede tato metoda primárně ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu, takže hodnota podniku se stanoví následně jako součet zjištěné hodnoty vlastního kapitálu a cizího úročeného kapitálu na počátku plánovacího období.

6.3.2.4. METODA MINULÝCH KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

Metoda minulých kapitalizovaných čistých výnosů vychází z tzv. odnímatelného čistého výnosu, tj. velikosti prostředků, které je možné rozdělit vlastníkům. Hodnotu podniku lze pak stanovit z odnímatelných čistých výnosů dosahovaných v minulosti zpravidla po období 3 až 5 let. Výsledkem je pak primárně hodnota vlastního kapitálu.

6.3.2.5. DIVIDENDOVÉ DISKONTNÍ MODELY

Výnos pro akcionáře plynoucí ve formě dividendy a kapitálového zhodnocení je základem pro výpočet hodnoty akcií pomocí dividendových diskontních modelů. Pro aplikaci těchto modelů jsou nutné následující předpoklady:

- ustálená struktura financování
- stabilní dlouhodobá dividendová politika (ustálený výplatní poměr)
- vysoká závislost mezi dividendou a volným peněžním tokem pro akcionáře

Základním dividendovým diskontním modelem je Gordonův model pro stabilní růst

$$A = \frac{DIV}{r - g}$$

kde A.....hodnota akcie
 DIV.....dividenda
 r.....požadovaná výnosová míra pro akcionáře
 g.....předpokládaná míra růstu dividend

6.3.3. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU (TRŽNÍ METODY)

6.3.3.1. POROVNÁVACÍ METODA

Při tomto přístupu k ocenění znalec odhaduje hodnotu oceňovaného podniku na základě porovnání hodnot podniků srovnatelných s oceňovaným podnikem na rozvinutém trhu mezi nezávislými účastníky. Základem této metody je důkladná analýza stavu a vývoje hospodářství jako celku, analýza stavu a vývoje příslušného odvětví a taktéž podrobná finanční analýza podniku. Nutným vstupním parametrem k stanovení hodnoty podniku je i dostatečná databáze hodnot srovnatelných podniků. Výběrem vhodných multiplikátorů, které zohledňují rozdíly mezi vybranými ukazateli oceňovaných a srovnávaných podniků, se zjistí výsledná hodnota.

6.3.4. OCENĚNÍ KOMBINACÍ JEDNOTLIVÝCH METOD

6.3.4.1. METODA KAPITALIZOVANÝCH MIMOŘÁDNÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

Celková hodnota podniku se zde skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Hodnota „firmy“ je v tomto případě chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou a představuje v případě silných podniků *goodwill* a v případě slabých podniků *badwill*. Základem hodnoty „firmy“ je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos, který představuje rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení vloženého kapitálu.

6.4. PŘEDNOSTI A NEDOSTATKY JEDNOTLIVÝCH METOD

Žádná z oceňovacích metod není univerzální. Každá metoda má jak své přednosti, tak i omezení a záleží na situaci společnosti, jaká z uvedených metod bude pro její ocenění optimální. Před výběrem metody oceňování je třeba zvážit vypovídající schopnosti metod v podmínkách České republiky, účel ocenění a dále specifické okolnosti úkolu znalce.

Z metodického hlediska je za nejobektivnější ocenění považováno výnosové ocenění metodou diskontovaných peněžních toků, které vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat, a z kapitalizace tohoto výnosu. Výnosový způsob ocenění je teoreticky nejsprávnější metodou, poněvadž představuje pro akcionáře hodnoty určené očekávanými příjmy.

Substanční hodnotu lze zjistit bez ohledu na podmínky na kapitálovém trhu. Korektní analýza substanční hodnoty je založena na znalosti situace na trhu a reálnými aktivy, přičemž u aktiv specifických, neobchodovaných může určování jejich reprodukčních cen narážet na poměrně značné obtíže. Další nevýhodou substanční hodnoty je skutečnost, že opomíjí hodnotu nehmotných složek nezahrnutých v rozvaze společnosti. I přes tyto nedostatky je substanční hodnota jednou ze základních oceňovacích metod společnosti.

Metody tržního porovnání se týkají společností, které jsou běžně obchodovány na burze. Předpokládá rozvinutý kapitálový trh, trh se společnostmi a dostatečné informace o transakcích na nich probíhajících. Disponibilita těchto informací, resp. existence reprezentativní srovnávací základny je v podmínkách ČR zatím hlavní příčinou nízké vypovídající schopnosti této metody.

7. VOLBA PŘÍSTUPU A METODY OCENĚNÍ

Hodnota podniku je podle obchodního zákoníku platného v České republice obecně pojímána jako hodnota aktiv snížená o hodnotu dluhů. Při určování této hodnoty je třeba rozlišovat hodnotu tržní a hodnotu subjektivní. Subjektivní hodnotou je hodnota z pohledu konkrétního investora. Měla by odrážet jeho konkrétní možnosti, cíle i náklady příležitosti. Tržní hodnota by měla vyjadřovat názor trhu, resp. širšího okruhu investor, na perspektivu podniku a zároveň na alternativní výnosnost investic do běžně obchodovaných cenných papírů na kapitálovém trhu.

Cílem tohoto znaleckého posudku je určit tržní hodnotu akcií vydaných společností **VHOS, a.s.** pro potřebu veřejné soutěže na nejlepší nabídku na prodej akcií. U oceňované společnosti se předpokládá trvání společnosti do „nekonečna“ (going concern).

Po prostudování předložených podkladů a dat z veřejně přístupných zdrojů bylo použito pro ocenění **výnosového způsobu**, který vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat, a z kapitalizace tohoto výnosu. Výnosový způsob ocenění je teoreticky nejsprávnější metodou, poněvadž představuje pro akcionáře hodnoty určené očekávanými příjmy. Za výnosovou oceňovací metodou byla zvolena **metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele**, poněvadž pro aplikaci této metody bylo dostatečné množství dat podložené střednědobým finančním plánem. Výnosová metoda při stanovení hodnoty akcií reflektuje nejen historii podniku, realizované minulé výnosy, ale i očekávaný vývoj podniku.

Použití **nákladových metod** v souhrnném ocenění, vyjádřených souhrnem ocenění relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek snížený o ocenění všech závazků, je omezené, neboť reflektují současnou prodejní cenu na trhu s velkým časovým odstupem. Substanční metoda na principu reprodukčních cen je účelným doplňkovým údajem pro výnosové ocenění. Uplatňuje se především pro stanovení rozsahu zastavitelného majetku podniku, ocenění dílčích podílů na kapitálových společnostech, ulehčuje odhad potřebných investic a odpisů pro finanční plán. Ve výjimečných případech, kdy dochází k zásadnímu zlomu ve vývoji podniku, lze použít substanční hodnotu přímo jako základ pro ocenění podniku.

Porovnávací způsob, který vychází z porovnání předmětu ocenění se stejným nebo obdobným předmětem, nebylo možno aplikovat, neboť hodnoty srovnatelných podniků mezi nezávislymi účastníky nejsou známé.

Zjišťování **likvidační hodnoty** je prováděno u podniků ztrátových, poněvadž majetek vložený do podniku dlouhodobě nepřináší svým vlastníkům požadovaný výnos a příjem získaný rozprodejem majetku po úhradě závazků a nákladů na likvidaci představuje pro vlastníky nejlepší možný výnos z této investice. Teto ocenění představuje dolní hranici ocenění.

8. METODIKA DISKONTOVANÉHO VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE

8.1. VÝPOČET PRŮMĚRNÝCH VÁŽENÝCH NÁKLADŮ NA KAPITÁL

8.1.1. NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU

Náklady na vlastní kapitál lze stanovit stavebnicovým modelem, modelem kapitálových aktiv, modelem INFA a dividendovým modelem. Průměrné náklady na vlastní kapitál se stanovují jako průměrná vážená hodnota všech aplikovaných přístupů.

8.1.1.1. STAVEBNICOVÝ MODEL

Výsledná úroková míra na vlastní kapitál je dána součtem bezrizikové úrokové sazby a jednotlivých měr rizika, které zohledňují obecné riziko státu, akcionářské riziko a specifické riziko podniku

$$r_{vk} = r_f + r_p + r_s + r_e$$

kde	r_{vk}	úroková míra vlastního kapitálu
	r_f	bezriziková úroková míra
	r_p	výnosová míra tržního portfolia
	r_s	přirážka za riziko státu
	r_e	přirážka za riziko podniku

8.1.1.2. MODEL KAPITÁLOVÝCH AKTIV

Model oceňování kapitálových aktiv obecně stanovuje náklady vlastního kapitálu ve tvaru

$$n_{vk} = r_f + \beta \cdot RP$$

kde	n_{vk}	náklady vlastního kapitálu
	r_f	výnosnost zcela nerizikových finančních aktiv (státních dluhopisů)
	RP	riziková prémie

Koeficient β vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňovaného podniku na změny celého trhu, měřené burzovním indexem. Zobrazuje však jen systematické riziko, které je závislé na celkovém ekonomickém vývoji. Kromě toho systematického rizika ovlivňují podnik i specifické faktory pro tento podnik jedinečné, tzv. specifické riziko.

8.1.1.3. MODEL INFA

Stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí tohoto modelu vychází z metodiky uplatňované Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR při analýzách podnikové sféry orientovaných na stanovení ekonomické přidané hodnoty (EVA®). Náklady vlastního kapitálu se podle tohoto modelu stanovují jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové prémie, kterou tvoří čtyři složky, jejichž hodnoty se určují na základě poměrových ukazatelů

$$r_{vk} = r_f + r_1 + r_2 + r_3 + r_4$$

kde	r_{VK}	úroková míra vlastního kapitálu
	r_f	bezriziková úroková míra
	r_1	prémie za velikost podniku
	r_2	prémie za podnikatelské riziko
	r_3	prémie za riziko z finanční nestability
	r_4	prémie za riziko z finanční struktury

a) prémie za velikost podniku; tato prémie se stanovuje v závislosti na velikosti oceňovaného podniku měřené velikostí jejího vlastního kapitálu. Pokud je vlastní kapitál vyšší než 3 mld. Kč, je tato prémie nulová a je-li vlastní kapitál nižší než 100 mil. Kč, má prémie za likviditu akcií hodnotu 5 %. Pro podniky s velikostí vlastního kapitálu od 100 mil. Kč do 3 mld. Kč se tato prémie počítá podle vztahu

$$r_1 = (3 - VK)^2 / 1,682$$

kde	r_1	prémie za velikost podniku (%)
	VK	vlastní kapitál oceňovaného podniku (mld. Kč)

b) prémie za podnikatelské riziko; tato prémie se určuje ve vazbě na ukazatel rentability aktiv, počítané ze zisku před úroky a zdaněním. Pokud ukazatel rentability aktiv oceňovaného podniku převyšuje hodnotu tohoto ukazatele za celý průmysl, je prémie za podnikatelské riziko nulová. Je-li rentabilita aktiv oceňovaného podniku záporná, je velikost prémie 10 %. Pro podniky s rentabilitou aktiv od 0 do průměru za průmysl se velikost prémie počítá podle vztahu

$$r_2 = 10 \cdot (RA_p - RA)^2 / RA_p^2$$

kde	r_2	prémie za podnikatelské riziko (%)
	RA	rentabilita kapitálu oceňovaného podniku (%)
	RA_p	průměrná hodnota rentability kapitálu za celý průmysl (%)

c) prémie za riziko z finanční nestability; stanovuje se ve vazbě na ukazatel běžné likvidity. Pokud je běžná likvidita oceňovaného podniku vyšší než 150, je tato prémie nulová. Při hodnotě ukazatele menší než 100 má prémie hodnotu 10 %. Pokud se běžná likvidita oceňovaného podniku pohybuje v intervalu od 100 do 150, stanoví se prémie podle vztahu

$$r_3 = (150 - BL)^2 / 250$$

kde	r_3	prémie za riziko z finanční nestability (%)
	BL	běžná likvidita oceňovaného podniku

d) prémie za riziko z finanční struktury; základem pro určení této prémie je ukazatel úrokového krytí, počítaný jako poměr součtu zisku před úroky a zdaněním a nákladových úroků k těmto úrokům. V případě, že hodnota tohoto ukazatele oceňovaného podniku je vyšší než tři, je riziková prémie nulová. Pokud je menší než jedna, má riziková prémie

hodnotu 10 %. Pokud se úrokové krytí oceňovaného podniku pohybuje v intervalu od jedné do tří, počítá se prémie za riziko z finanční struktury podle vztahu

$$r_4 = 2,5 \cdot (3 - \text{ÚK})^2$$

kde r_4 prémie za riziko z finanční struktury (%)
 ÚK úrokové krytí oceňovaného podniku

8.1.1.4. DIVIDENDOVÝ MODEL

Tento model stanovuje náklady vlastního kapitálu jakožto očekávanou vnitřní výnosnost akcie

$$n_v = \frac{D}{T} + g$$

kde n_v náklady vlastního kapitálu (očekávaná vnitřní výnosnost akcie)
 D očekávaná dividenda
 T tržní cena akcie
 g očekávané tempo růstu dividend

Dividendový model (stejně jako stavebnicový model) stanovuje jedinou hodnotu nákladů vlastního kapitálu.

8.1.2. ÚROKOVÁ MÍRA CIZÍHO KAPITÁLU

Náklady na cizí kapitál r_{ck} vycházejí z váženého průměru efektivních úrokových sazeb, které oceňovaná společnost platí ze všech forem úročeného cizího kapitálu. Jako složky cizího kapitálu vyvolávající náklady vystupují emitované dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry, finanční výpomoci a ostatní úročené závazky (dodavatelské úvěry, půjčky od spřízněných subjektů aj). Predikce úrokových sazeb z čerpaných úvěrů po dobu sestavení finančního plánu vychází z makroekonomické analýzy MF ČR, statických dat zveřejňovaných ČNB a specifik oceňovaného podniku.

8.1.3. VÁHY JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK KAPITÁLU

Váhy obou složek kapitálu slouží ke kalkulaci průměrných nákladů kapitálu. Pro tento účel se váhy určí podílem vlastního a cizího kapitálu ku součtu obou složek kapitálu.

8.1.4. PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY NA KAPITÁL

$$\text{WACC} = r_{vk} \cdot \text{VK/K} + r_{ck} (1 - d) \cdot \text{CK/K}$$

kde WACC průměrné vážené náklady na kapitál
 r_{vk} úroková míra vlastního kapitálu
 VK/K poměr vlastního kapitálu ke kapitálu celkovému
 r_{ck} úroková míra cizího kapitálu
 d sazba daně z příjmu
 CK/K poměr cizího kapitálu ke kapitálu celkovému

8.2. CELKOVÁ HODNOTA PODNIKU

Základem stanovení hodnoty podniku je budoucí peněžní tok (volný peněžní tok, Free Cash Flow), který bude podnik generovat. Prakticky se jedná o dvě verze této metody, které se liší tvarem peněžního toku, a to metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm) a metoda volného peněžního toku pro vlastníky (Free Cash Flow to the Equity). Společným rysem obou těchto metod je, že se oceňují zvláště aktiva podniku spojená s její hlavní výdělečnou (provozní) činností a zvláště finanční aktiva, resp. ostatní neprovozní aktiva. Ocenění vycházející z peněžních toků vede proto ke stanovení tzv. provozní hodnoty podniku, přičemž výsledná hodnota podniku se stanoví jako součet provozní hodnoty podniku a ocenění neprovozních aktiv (především finančních investic). Provozní hodnota podniku se stanovuje vždy jako součet

- hodnoty 1. fáze (suma diskontovaného volného peněžního toku za plánovací období)
- hodnoty 2. fáze, představující ocenění podniku za období, pro které již nebyl stanoven finanční plán

Odlišnosti metody volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele a metody volného peněžního toku pro vlastníky spočívají především v tom, že metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele

- vychází z hypotetického financování podniku pouze vlastním kapitálem
- jako diskontní sazbu užívá vážené průměrné náklady kapitálu
- primárním výsledkem této metody je stanovení provozní, resp. výsledné hodnoty podniku jako celku

8.2.1. METODA VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE

Východiskem pro stanovení volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm) je zisk před úroky a zdaněním (tato veličina se chápe jako provozní hospodářský výsledek, tj. ř. 29 výkazu zisků a ztrát). Zisk před úroky a zdaněním se snižuje o provozně nutné finanční náklady, které zahrnují ty náklady, které úzce souvisí s provozní (hlavní výdělečnou) činností podniku, účetně jsou však součástí finančních nákladů.

Další složky volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele tvoří úpravy o nepeněžní operace, změny pracovního kapitálu, nabytí a prodej investičního majetku.

8.2.1.1. HODNOTA 1. FÁZE

Hodnotu 1. fáze tvoří součet diskontovaného volného peněžního toku za plánovací období

$$H_1 = DPT_1 + DPT_2 + \dots + DPT_n,$$

- kde
- | | |
|---------|--|
| H_1 | hodnota 1. fáze |
| DPT_i | volný peněžní tok i-tého roku plánovacího období, diskontovaný k počátku tohoto období |
| n | délka plánovacího období |

Veličiny DPT_i se určují podle vztahu

$$DPT_i = PT_i \cdot f_i,$$

kde PT_i je volný peněžní tok i-tého roku plánovacího a f_i je diskontní faktor i-tého roku.

Hodnoty diskontních faktorů se stanoví podle vztahu

$$f_i = 1/[(1+r_1) \cdot (1+r_2) \dots (1+r_i)]$$

kde r_i je diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu) i-tého roku plánovacího období v desetinném vyjádření

8.2.1.2. HODNOTA 2. FÁZE

Ke stanovení hodnoty druhé fáze je zapotřebí nejprve určit tzv. pokračující hodnotu, tj. ocenění podniku k počátku období, pro které již nebyl stanoven finanční plán. Pro stanovení pokračující hodnoty je třeba odhadnout tempa růstu pro 2. fázi veličin, na kterých je toto ohodnocení založeno. Odhad těchto temp růstu je možné založit

- na znalosti průměrných temp růstu, kterých podnik dosáhla v minulosti, resp. kterých hodlá dosáhnout v plánovacím období,
- na jejich odvození od vnitřních (tzv. fundamentálních) předpokladů

Diskontováním pokračující hodnoty k datu ocenění získáme hodnotu 2. fáze. Jako diskontní faktor se zde uvažuje diskontní faktor posledního roku plánovacího období.

8.2.1.2.1. Hodnota 2.fáze z perpetuity

Perpetuita představuje součet nekonečně dlouhé řady volného peněžního toku 2. fáze, diskontovaného k počátku této fáze. Tuto perpetuitu je pak třeba diskontovat k datu ocenění (počátku plánovacího období), tj. převést ji na současnou hodnotu vynásobením diskontním faktorem posledního roku plánovacího období

$$P = \frac{PT_{n+1}}{r - g},$$

kde PT_{n+1} volný peněžní tok v roce n+1, tj. v 1. roce 2. fáze
 r diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu 2. fáze)
 g tempo růstu volného peněžního toku ve 2. fázi

Hodnota 2. fáze se stanoví podle vztahu

$$H_2 = P \cdot f_n,$$

kde P je perpetuita
 f_n diskontní faktor posledního roku plánovacího období

8.2.1.2.2. Hodnota 2. fáze založená na faktorech tvorby hodnoty

Za faktory tvorby hodnoty se považuje tempo růstu korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění a rentabilita čistých investic, tj. přírůstků provozně nutného investovaného kapitálu.

Rentabilita čistých investic se stanovuje jako poměr přírůstků korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění v následujícím roce k čistým investicím v daném roce. Přitom se předpokládá, že míra investic (vyjádřená podílem g/RCI) zůstává po celou druhou fázi stabilní.

Hodnota 2. fáze se určí podle vztahu

$$H_2 = \frac{KPHV_{n+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{RCI}\right)}{r - g} \cdot f_n$$

kde	$KPHV_{n+1}$	korigovaný provozní hospodářský výsledek po zdanění v 1. roce 2. fáze
	RCI	rentabilita čistých investic
	g	tempo růstu korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění ve 2. fázi
	r	diskontní míra (vážené průměrné náklady kapitálu) ve 2. fázi
	f_n	diskontní faktor posledního roku plánovacího období

Pro případ trvalého růstu v terminálním období, kdy rentabilita čistých investic konverguje k váženým nákladům kapitálu lze z parametrického vzorce odvodit současnou hodnotu tzv. věčné renty z korigovaného provozního hospodářského výsledku hospodaření po upravených daních

$$H_2 = \frac{KPHV_{n+1}}{r} \cdot f_n$$

Výsledné výstupy zahrnující jednotlivé složky hodnoty podniku, resp. její celkovou hodnotu tvoří:

- hodnota 1. fáze
- hodnota 2. fáze
- provozní hodnota podniku (součet hodnoty 1. a 2. fáze)
- výsledná hodnota podniku (součet provozní hodnoty podniku a celkové hodnoty neprovozních aktiv k datu ocenění)
- hodnota vlastního kapitálu (výsledná hodnota podniku snižená o úročený cizí kapitál k datu ocenění)
- hodnota akcie (hodnota vlastního jmění připadající na jednu akcii)

9. METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE

Bezprostředním výsledkem tohoto výnosového ocenění je hodnota upravených aktiv. Upravenými aktivy rozumíme součet stálých aktiv a pracovního kapitálu, které stanovíme na základě volných peněžních toků pro firmu. Volné peněžní toky převádíme na současnou hodnotu pomocí diskontní míry.

9.1. DISKONTNÍ MÍRA

Vzhledem k aplikaci metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je diskontní míra stanovována na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál - WACC. Vlastní výpočet diskontní míry zahrnuje stanovení struktury kapitálu, určení nákladů na vlastní a cizí kapitál a vlastní výpočet WACC.

9.1.1. NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byl použit model kapitálových aktiv, který stanovuje náklady vlastního kapitálu ve tvaru

$$n_{vk} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + r_{sc} + r_{fu} + r_l$$

kde	r_f	výnosnost zcela nerizikových finančních aktiv (státních dluhopisů – 10Y Treasury Notes)
	RPT	riziková prémie trhu
	RPZ	riziková prémie země
	r_{sc}	přirážka za menší společnost
	r_{fu}	přirážka za nejasnou budoucnost
	r_l	přirážka za likviditu
	β	vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňovaného podniku na změny celého trhu, měřené burzovním indexem

Výpočet n_{vk} v roce 2017:

r_f (výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	2,70%
Beta nezadlužené pro Water Utility	0,47
Riziková prémie kap. trhu USA (průměr 1928-2016)	4,62%
Rating České republiky	A1

Zdroj: Budget of the United States Government – fiscal year 2017, www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2017

Zdroj: www.damodaran.com, sekce Updated Data

Zdroj: www.moodys.com

Riziková prémie země	1,0%
Inflace ČR	2,3%
Inflace USA	2,6%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	0,7%

Zdroj: www.damodaran.com

Zdroj: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2017

Riziková přirážka za menší společnost	3,58%
Riziková přirážka za nejasnou budoucnost	5,00%

Tržní poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0%
Daňová sazba	19%

$$\beta \text{ zadlužené} = \beta \text{ nezadlužené} \cdot \frac{\text{Cizí kapitál} \cdot (1 - \text{daňová sazba})}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Beta zadlužené	0,4700
----------------	--------

$$r_{vk} = r_{f \text{ USA}} + \beta \cdot RPT_{\text{USA}} + RPZ$$

Náklady vlastního kapitálu	14,15%
----------------------------	--------

Za výnosnost bezrizikových cenných papírů je považována výnosnost 10-letých státních dluhopisů USA. Údaje byly převzaty *Budget of the United States Government – fiscal year 2017*, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BUDGET-2017-PER/pdf/BUDGET-2017-PER-3-1.pdf>

Nezadlužený odvětvový koeficient β pro Water Utility ve výši 0,50 a riziková prémie kapitálového trhu ve výši 4,62% byly převzaty z amerického trhu. Zdroj údajů www.damodaran.com

Inflační diferenciál byl stanoven ve výši průměrného diferenciálu mezi očekávanou inflací České republiky a očekávanou inflací USA. Zdroj dat International Monetary Fund, World Economic Outlook Databáze, April 2017.

Přirážky za nesystematické riziko jsou prokázány četnými studiemi a odbornými publikacemi. Obvyklou praxí odhadců v USA a Německu je použití přirážky za malou tržní kapitalizaci a za vysoký poměr účetní a tržní hodnoty vlastního kapitálu. Dle odborné literatury vyšší riziko spojené a akciemi podniků reflektují podniky s malou tržní kapitalizací a vysokým poměrem účetní a tržní hodnoty vlastního kapitálu. Jde o přirážky k nákladům vlastního kapitálu, které trh uvaluje na cenné papíry s vyšším inherentním rizikem. Některé studie poukazují na spojitost mezi malou tržní kapitalizací a vysokým poměrem účetní a tržní hodnoty vlastního kapitálu. Přirážka za nízkou tržní kapitalizaci byla prokázána na základě porovnání výnosnosti akcií s malou tržní kapitalizací a výnosností akcií s velkou tržní kapitalizací. Tuto přirážku k nákladům na vlastní kapitál lze zdůvodnit na úrovni provozních i strategických výhod velkých podniků i důvody na úrovni finančního trhu. Příkladem nižších přirážek za tržní kapitalizaci lze uvést velký podnik, který je významným zaměstnavatelem, má velmi dobrou pozici vůči orgánům státní i místní správy. Dopady bankrotu jsou podstatně horší, než u malého podniku. Malé podniky jsou zase flexibilnější, avšak vysoké náklady na kvalitu, výzkum a vývoj jsou schopny nést v případě produktů s velkým podílem přidané hodnoty pouze větší podniky. Většina malých podniků je v oblastech, kde nelze dosáhnout významných výhod z rozsahu, případně kde není nutná vysoká míra inovací a také v nově vznikajících segmentech. Z provozního hlediska mají nesporné výhody velké firmy např. náklady na cizí kapitál jsou nižší než u malých firem. Velké firmy taktéž snáze získávají povolení pro provozování činností s vysokými kvalifikačními požadavky. Malými firmami se zabývá méně analytiků, je nich méně informací, trh bývá u těchto malých firem méně likvidní. To vše přináší vyšší náklady investorům.

V tomto ocenění je použita přírážka za nesystematické riziko dle společnosti Duff & Phelps uvedená v ročence 2016 Valuation Handbook, která obsahuje část týkající se prémie za velikost v členění na prémie u cenných papírů s mikrokapitalizací (tržní kapitalizace 1,139 – 514,209 mil. USD) 3,58%.

Znalec současně uplatnil přírážku za nejasnou budoucnost ve výši 5,0%. Tato přírážka představuje riziko predikce finančního plánu vyplývající z provedené strategické analýzy z důvodu regulovaných podmínek kalkulace přiměřeného zisku a použitého kapitálu položky č. 2 části II. výměru¹. Výše přírážky byla stanovena na úrovni vysokého rizika (přírážka: 0 % nulové riziko, 3 % střední riziko a 5 % vysoké riziko).

Znalec se domnívá, že kalkulovaná přírážka za menší společnost a nejasnou budoucnost z pohledu racionálního investora je přiměřená vzhledem k velikosti společnosti na českém trhu a k výhledu vývoje hospodaření společnosti. Odhadovanou výši přírážek na úrovni podniku považují za vyváženou i z hlediska postavení společnosti na trhu vodárenství.

Výpočet n_{vk} explicitní období let 04/2017 až 2022

	4-12/2017	2018	2019	2020	2021	2022
r_f výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA	2,70%	3,30%	3,40%	3,80%	3,80%	3,80%
Beta nezadlužené	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47
Riziková prémie kap. trhu USA (průměr 1928-2013)	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
Rating České republiky	A1	A1	A1	A1	A1	A1
Riziková prémie země	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflace US	2,10%	2,40%	2,60%	2,30%	2,30%	2,30%
Inflace ČR	2,30%	1,80%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	0,70%	0,40%	0,40%	0,70%	0,70%	0,70%
Poměr cizího a vlastního kapitálu v tržních cenách	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Beta zadlužené	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700
Náklady vlastního kapitálu	14,15%	14,45%	14,55%	15,25%	15,25%	15,25%

9.1.2. PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY KAPITÁLU WACC

Výpočet průměrných vážených nákladů je proveden na základě tržních hodnot. Cizí kapitál pro je tvořen bankovními úvěry, které jsou do odhadu kapitálové struktury převzaté v její účetní hodnotě, a dlouhodobými závazky. V případě určení tržní hodnoty vlastního kapitálu se jedná o hodnotu, kterou hledáme. V praxi se tento problém řeší stanovením cílové struktury² uplatněním iteračního postupu.

$$WACC = r_{vk} \cdot VK/K + r_{ck} (1 - d) \cdot CK/K$$

kde $WACC$ $průměrné vážené náklady na kapitál$

¹ Příloha č. 3 k výměru MF č.1/2017, strana 33 Cenového věstníku MF ČR 12/2016 ze dne 25.11.2016 – Dohoda o rozdělení vloženého kapitálu mezi vlastníkem a provozovatelem pro výpočet přiměřeného zisku z použitého kapitálu podle položky č. 2 II. výměru

² Copeland T. – kollet T. – Murrin J.: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 1990 U.S.A., str. 174

r_{vk}	úroková míra vlastního kapitálu
VK/K	poměr vlastního kapitálu ke kapitálu celkovému
r_{ck}	úroková míra cizího kapitálu
d	sazba daně z příjmu
CK/K	poměr cizího kapitálu ke kapitálu celkovému

Tab. Složky kapitálové struktury společnosti v tržních cenách v explicitním období 4-12/2017 až 2022 k počátku období

(v tis. Kč a v %)	4-12/2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vlastní kapitál k počátku období	43 151	45 863	44 261	44 905	45 957	47 171
Podíl na kapitálu VK/K	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Cizí kapitál k počátku	0	0	0	0	0	0
Podíl na kapitálu CK/K	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tab. Složky kapitálové struktury společnosti v tržních cenách v terminálním období

(v tis. Kč a v %)	2.fáze
Vlastní kapitál	48 068
Podíl na kapitálu VK/K	100,00%
Cizí kapitál	0
Podíl na kapitálu CK/K	0,00%

Tab. Výše průměrných nákladů WACC společnosti v explicitním období 4-12/2017 až 2022

			4-12/2017	2018	2019	2020	2021	2022
Náklady na vlastní kapitál	r_{vk}	%	14,15	14,45	14,55	15,25	15,25	15,25
Náklady na cizí kapitál	r_{ck}	%	0	0	0	0	0	0
Sazba daně z příjmu	d	%	19	19	19	19	19	19
Průměrné náklady kapitálu	WACC	%	14,15	14,45	14,55	15,25	15,25	15,25

Tab. Výše průměrných nákladů WACC společnosti v terminálním období

			2.fáze
Náklady na vlastní kapitál	r_{vk}	%	15,25
Náklady na cizí kapitál	r_{ck}	%	0
Sazba daně z příjmu	d	%	19
Průměrné náklady kapitálu	WACC	%	15,25

9.2. NEPROVOZNÍ MAJETEK

Výsledná hodnota společnosti se stanovuje jako součet provozní hodnoty firmy a ocenění neprovozních aktiv k datu ocenění. Neprovozní aktiva tvoří provozně nepotřebný dlouhodobý majetek, provozně nepotřebný finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek bez provozně nutného dlouhodobého finančního majetku, zásoby a pohledávky spojené s provozně nepotřebnou činností. Společnost eviduje ve svém účetnictví majetek, který lze považovat za provozně nepotřebný. V tomto ocenění byl jako neprovozní majetek identifikován jiný dlouhodobý finanční majetek představující termínované vklady ve výši **12 500 tis. Kč** na provozování kanalizace a ČOV v Poličce a v Moravské Třebové, pohledávky za ovládanou osobou ve výši **10 021 tis. Kč** a závazky vůči společníkům ve výši **288 tis. Kč**.

9.3. PROVOZNÍ HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK PŘED ÚROKY A DANĚMI

Pro výpočet výnosové hodnoty se používá upravený provozní hospodářský výsledek před úroky a daněmi tzv. upravený EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*). Při výpočtu upraveného EBITu se vychází z provozního hospodářského výsledku dle českých účetních standardů, přičemž se připočítávají ostatní finanční výnosy a odečítají se ostatní finanční náklady.

Tab. Výpočet EBIT

	4-12/2017	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní zisk před zdaněním a úroky	4 372	9 074	8 424	8 426	8 706	8 839
Ostatní finanční výnosy	-4	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	-144	0	0	0	0	0
Provozní výsledek před úroky a daněmi EBIT	4 512	9 074	8 424	8 426	8 706	8 839

9.4. VÝPOČET VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU

Volný peněžní tok představuje veškeré peněžní toky, které společnost vytváří, určené vlastníkům a věřitelům.

Tab. Výpočet volného peněžního toku

	4-12/2017	2018	2019	2020	2021	2022
Upravený EBIT	4 512	9 074	8 424	8 426	8 706	8 839
Přepočtená daň	857	1 724	1 601	1 601	1 654	1 679
Provozní zisk po upravené dani	3 655	7 350	6 824	6 825	7 052	7 159
Úpravy o nepeněžní operace	6 227	5 328	5 100	5 150	5 200	5 250
Odpisy dlouhodobého majetku	5 000	5 000	5 100	5 150	5 200	5 250
Změna zůstatků rezerv	1	200	0	0	0	0
Změna zůstatků čas. rozlišení a doh. účtů	1 226	128	0	0	0	0
Zisk (ztráta) z prodeje dlouh. majetku	0	0	0	0	0	0
Peněžní tok z prov.činnosti před změnami prac.kap.	9 882	12 678	11 924	11 975	12 252	12 409
Změna provozně nutného prac. kapitálu	-3 848	-362	-827	-529	-756	-563
Změna stavu prov. potřebného fin. majetku	797	-195	-160	154	-61	146
Změna stavu pohledávek	6 131	-315	-1 264	-1 290	-1 315	-1 342
Změna stavu krátkodobých závazků	-10 462	175	705	718	733	748
Změna stavu zásob	-314	-27	-108	-111	-113	-115
Peněžní tok z provozní činnosti	6 034	12 316	11 097	11 446	11 496	11 846
Nabytí provozně nutného dlouh. majetku	-2 639	-4 087	-5 300	-5 650	-5 700	-5 550
Prodej provozně nutného dlouh. majetku	0	0	0	0	0	0
Volný peněžní tok	3 395	8 229	5 797	5 796	5 796	6 296
Provozní hodnota podniku k poč. období	43 151	45 863	44 261	44 905	45 957	47 171
Cizí kapitál k počátku období	0	0	0	0	0	0
Hodnota podniku netto k počátku období	43 151	45 863	44 261	44 905	45 957	47 171
Diskontní faktor	0,8760	0,8737	0,8730	0,8677	0,8677	0,8677
Průměrné náklady kapitálu	14,15%	14,45%	14,55%	15,25%	15,25%	15,25%

9.5. URČENÍ POKRAČUJÍCÍ HODNOTY

Základem pro stanovení pokračující hodnoty je budoucí peněžní tok, který bude podnik generovat po období, pro které nebyl stanoven finanční plán. Pokračující hodnotou rozumíme ocenění podniku k počátku 2. fáze. Vzhledem k předpokládané neomezené době trvání společnosti určíme pokračující hodnotu podniku z perpetuity. Pro výpočet hodnoty volného peněžního toku v 1. roce 2. fáze je nutné určit tempo růstu volného peněžního toku ve 2. fázi.

Pro 2. fázi se předpokládá, že rentabilita čistých investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu se bude pohybovat mírně nad úrovní vážených nákladů na kapitál. Rentabilita investic a jejich relace k nákladům kapitálu bývá v rozhodující míře určována konkurenčními výhodami a celkovou konkurenční silou společnosti. Většina podniků je schopna tuto pozici držet pouze krátkodobě, takže pro druhou fázi budeme předpokládat, že dříve dosahovaná rentabilita se bude přibližovat během druhé fáze úrovni nákladů kapitálu. Pozice firmy není natolik silná, aby její rentabilita investic byla dlouhodobě výrazně vyšší než náklady na kapitál.

Odhadovaná míra investic pro 2. fázi byla stanovena s přihlédnutím k minulému vývoji tak, aby čisté zajistily obnovu provozně nutného majetku společnosti. Míra investic netto do investovaného provozně nutného kapitálu je odhadována na úrovni $m = 15\%$.

Pro druhou fázi výpočtu předpokládáme tempo růstu na úrovni průměrných hodnot ($g=2,3\%$) tj. o 0,3% více než předpokládaná inflace (2%) v perpetuitní fázi výpočtu.

- a) tempo růstu

$$g = 2,30\%$$

- b) korigovaný provozní hospodářský výsledek po dani pro 1. rok 2.fáze

$$KPHV_{n+1} = KPHV_n \times (1 + g) = 7\,159 \times (1 + 2,30\%) = 7\,324 \text{ tis. Kč}$$

- c) míře investic $m = 19,65\%$ odpovídají čisté investice

$$I_{n+1} = m \times KPHV_{n+1} = 0,15 \times 7\,324 = 1\,098 \text{ tis. Kč}$$

- d) kontrolní výpočet očekávané rentability investic

$$r_i = g / m_i = 2,30 / 15 = 15,33\%$$

$$r_i \geq WACC_{n+1} = 15,25\%$$

- e) náklady vlastního kapitálu v terminálním období

$$n_{vk} = 3,80\% + 0,47000 \times (4,62\%) + 0,70\% + 3,58\% + 5,0\% = 15,25\%$$

- f) diskontní míra v terminálním období

$$r = 15,25\% \times (1,0000) + 2,4\% \times (1-0,19) \times 0,0000 = 15,25\%$$

g) volný peněžní tok v prvním roce terminálního období

$$FCFF_{n+1} = KPHV_{n+1} \times (1 - m) = 7\,324 \times (1 - 0,15) = 6\,226 \text{ tis. Kč}$$

Vzhledem k předpokládané neomezené době trvání společnosti určíme pokračující hodnotu podniku dle tzv. *parametrického vzorce*. Diskontováním pokračující hodnoty diskontní mírou r , upravenou o tempo růstu, vypočteme pokračující hodnotu takto

$$P = FCFF_p / (r - g) = 6\,226 / (0,1525 - 0,0230) = 48\,068 \text{ tis. Kč}$$

Tab. Výpočet pokračující hodnoty

Korigovaný provozní zisk po zdanění v posledním roce plánu	7 159
Růst	2,30%
Korigovaný provozní zisk po zdanění v perpetuitě	7 324
Míra čistých investic	15,00 %
Čisté investice	1 098
FCFF _p	6 226
Pokračující hodnota	48 068

Pokračující hodnota představuje v peněžním vyjádření částku výši 48,068.000 Kč.

9.6. ZJIŠTĚNÍ HODNOTY AKCIE METODOU DCF

Provozní hodnota společnosti představuje součet první a druhé fáze výpočtu. Výsledná hodnota vlastního kapitálu představuje součet provozní hodnoty a neprovozních aktiv ponížených o hodnotu cizích zdrojů.

Tab. Hodnota akcie

Hodnota podniku brutto	tis. Kč	43 151
Cizí kapitál	tis. Kč	0
Hodnota podniku netto	tis. Kč	43 151
Neprovozní majetek	tis. Kč	22 233
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	tis. Kč	65 384
Základní kapitál	tis. Kč	35 815
Počet akcií v základním kapitálu	ks	35 815
Počet vlastních akcií	ks	0
Přepočtený počet akcií v základním kapitálu	ks	35 815
Hodnota akcie VHOS o NH = 1000 Kč	Kč	1 826

Predběžnou hodnotu akcie společnosti VHOS, a.s. o nominální hodnotě 1000,-Kč stanovenou metodou diskontovaných peněžních toků jsem odhadl ve výši 1.826,-Kč.

10. KOREKCE PŘEDBĚŽNÉHO OCENĚNÍ

Významným faktorem při ocenění balíku akcií je jeho velikost odrážející podíl na hlasovacích právech, a tím i podíl na řízení podniku. Mezinárodní účetní standardy rozlišují kontrolu nad podnikem a podstatný vliv v podniku.

Kontrolou nad podnikem se rozumí „moc řídit finanční a provozní politiku podniku tak, aby bylo dosaženo užitku z jeho činnosti“. Kontrolu lze zajistit buď držením více než jedné poloviny hlasovacích práv nebo držením podstatného podílu hlasovacích práv doplněného pravomocí řídit finanční a operační politiku podniku. Kontrola zahrnuje tato hlavní práva:

1. určovat strategii podniku,
2. rozhodovat o personálním obsazení vedení podniku a jeho obměnách,
3. rozhodovat o stálých aktivech podniku a dlouhodobém financování,
4. rozhodovat o případných spojeních (sloučeních, splynutích), změnách právní formy a likvidaci podniku,
5. rozhodovat o dividendách

Podstatným vlivem se rozumí „účast na rozhodnutích o finanční a provozní politice podniku“. Je možno jej dosáhnout vlastnictvím akcií (zpravidla 20 až 50 %), prostřednictvím stanov nebo pomocí dohod.

Obchodní podíl, který umožňuje kontrolu společnosti nebo podstatný vliv na společnost, má samozřejmě větší hodnotu než podíl minoritní. V případě ocenění minoritního podílu je zvyklostí uplatnit srážku z hodnoty akcie určené výnosovou metodou.

Tab. Výše srážky za vlastnický podíl

Podíl na celkovém počtu akcií	Srážka za základní hodnoty 1 akcie	
	neexistuje velkoakcionář	existuje velkoakcionář
0 - 9,9%	30%	50%
10 - 24,9%	25%	35%
25 - 49,9%	15%	-
50 - 74,5%	10%	-
75 - 94,5%	5%	-
95 - 100%	0%	-

Srážka za menší společnost byla již aplikována v nákladech vlastního kapitálu (kap. 9.1.1 Náklady vlastního kapitálu). Srážku za likviditu vlastnických podílů v tomto ocenění uplatníme dle znaleckých uzancí³ ve výši 50%, poněvadž oceňovaná společnost je v pozici ovládané osoby a oceňovaný balík akcií představuje 0,5 % podíl na základním kapitálu společnosti

Předběžná hodnota		1 826 Kč
<u>Srážka</u>	- 50%	- 913 Kč
Výsledná výnosová hodnota na akcii		913 Kč

Výslednou hodnotu akcie společnosti VHOS, a.s. stanovenou metodou diskontovaných peněžních toků jsem odhadl ve výši **913,-Kč**.

³ M.Mařík a kolektiv: Metody oceňování podniku, str.382

11. ZÁVĚR

Zpracování znaleckého posudku o ocenění akcií společnosti VHOS, a. s. bylo provedeno za účelem prodeje akcií formou veřejné soutěže o nejvhodnější nabídku.

Předmětem posudku je ocenění 186 ks akcií vydaných společností VHOS, a.s., se sídlem Moravská Třebová - Předměstí, Nádražní 1430/6, PSČ 571 01, IČ: 481 72 901.

Ocenění předmětných akcií je provedeno ke dni 31. března 2017.

Při zvážení všech předpokladů a skutečností v posudku obsažených považuji za cenu obvyklou částku

913,-Kč

(slovy:--- devět set třináct korun českých---)

za 1 akcii v nominální hodnotě 1 000,-Kč

169.818,-Kč

(slovy:--- jedno sto šedesát devět tisíc osm set osmnáct korun českých ---)

za 186 akcií v nominální hodnotě 186 000,-Kč



Ve Starém Městě dne 21. června 2017

Ing. Libor Buček
Trávník 2083
686 03 Staré Město

Znalecká doložka

Znalecký posudek jsem podal jako znalec jmenovaný rozhodnutím Krajského soudu v Brně ze dne 7.6.1999 č.j. Spr. 3572/98 a ze dne 26.4. 2013 č.j. Spr 4469/2012 pro základní obor ekonomika, odvětví ceny a odhady se specializací cenné papíry a podniky.

Znalecký úkon je zapsán pod poř. č. 391 – 10/2017 znaleckého deníku.

SOUPIS POUŽITÝCH PODKLADŮ, LITERATURA A ZDROJE DAT

Podklady

1. výpis z obchodního rejstříku společnosti VHOS, a.s.
2. rozvaha, výkaz zisku a ztráty společnosti ke dni 31.3.2017
3. rozvaha, výkaz zisku a ztráty společnosti ke dni 30.9.2016
4. rozvaha, výkaz zisku a ztráty společnosti ke dni 30.9.2015
5. rozvaha, výkaz zisků a ztrát společnosti ke dni 30.9.2014
6. výroční zpráva společnosti za rok 2016, 2015 a 2014
7. příloha k účetní závěrce za rok 2016, 2015 a 2014
8. zpráva auditora o ověření roční účetní závěrky za období roku 2016, 2015 a 2014

Použitá literatura a zdroje dat

1. KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. xvi, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
2. MAŘÍK, Miloš – MAŘÍKOVÁ, Pavla. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242.
3. MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku :proces ocenění, základní metody a postupy. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
4. MAŘÍK, Miloš. Oceňování podniků. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 80-901991-1-9.
5. MAŘÍKOVÁ, Pavla - MAŘÍK, Miloš. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-.
6. Databáze Ministerstva spravedlnosti ČR, obchodní rejstřík www.justice.cz
7. Makroekonomická predikce České republiky, Ministerstvo financí ČR, Praha, duben 2017
8. Vodovody a kanalizace ČR 2015, Ministerstvo zemědělství, Praha 2016
9. Benchmarking vlastnických subjektů za rok 2015
10. Benchmarking provozovatelských subjektů za rok 2015
11. Cenový věstník MF ČR, ročník XLIV, částka 12 ze dne 29. listopadu 2016: Výměr MF č.01/2017 ze dne 25. listopadu 2016, kterým se vydává seznam zboží s regulovanými cenami
12. Internetové zdroje makrodat <http://www.damodaran.com>, www.oecd.org, www.mfcr.cz, www.czso.cz, www.eurostat.com, www.imf.org,
13. Internetové zdroje podnikových dat <http://www.vhos.cz>

PŘÍLOHY

- Příloha č.1 - Výpis z obchodního rejstříku společností VHOS, a.s.
- Příloha č.2 - Rozvaha a výkaz zisků a ztrát společnosti VHOS, a.s. ke dni 31.3.2017
- Příloha č.3 - Rozvaha a výkaz zisků a ztrát společnosti ke dni 30.9.2016
- Příloha č.4 - Rozvaha a výkaz zisků a ztrát společnosti ke dni 30.9.2015
- Příloha č.5 - Rozvaha a výkaz zisků a ztrát společnosti ke dni 30.9.2014
- Příloha č.6 - Finanční plán společnosti VHOS, a.s. na období let 2017 až 2022
- Příloha č.7 - Finanční analýza společnosti VHOS, a.s.
- Příloha č.8 - Náklady na investovaný kapitál
- Příloha č.9 - Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou DCF

Příloha č.1

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Hradci Králové
oddíl B, vložka 965

Datum zápisu:	1. listopadu 1993
Spisová značka:	B 965 vedená u Krajského soudu v Hradci Králové
Obchodní firma:	VHOS, a. s.
Sídlo:	Moravská Třebová - Předměstí, Nádražní 1430/6, PSČ 57101
Identifikační číslo:	481 72 901
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení opravy silničních vozidel montáž, opravy, revize a zkoušky tlakových zařízení a nádob na plyny projektová činnost ve výstavbě provádění staveb, jejich změn a odstraňování vodoinstalatérství, topenářství činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí
Předmět činnosti:	Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků Povrchové úpravy a svařování kovů a dalších materiálů Výroba měřících, zkušebních, navigačních, optických a fotografických přístrojů a zařízení Výroba elektronických součástí, elektrických zařízení a výroba a opravy elektrických strojů, přístrojů a elektronických zařízení pracujících na malém napětí Provozování vodovodů a kanalizací a úprava a rozvod vody Nakládání s odpady (vyjma nebezpečných) Přípravné a dokončovací stavební práce, specializované stavební činnosti Zprostředkování obchodu a služeb Velkoobchod a maloobchod Údržba motorových vozidel a jejich příslušenství Skladování, balení zboží, manipulace s nákladem a technické činnosti v dopravě Poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií, zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály Realitní činnost, správa a údržba nemovitostí Pronájem a půjčování věcí movitých Poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků Testování, měření, analýzy a kontroly Služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy Mimoškolní výchova a vzdělávání, pořádání kurzů, školení, včetně lektorské

činnosti

Poskytování technických služeb

Opravy a údržba potřeb pro domácnost, předmětů kulturní povahy, výrobků jemné mechaniky, optických přístrojů a měřidel

Výroba měřicích, zkušebních, navigačních, optických a fotografických přístrojů a zařízení

Statutární orgán - představenstvo:**místopředseda****představenstva:**

Ing. ROMAN PEŠEK, dat. nar. 10. července 1966
 Olbrachtova 528/4, Poděbrady II, 290 01 Poděbrady
 Den vzniku funkce: 29. ledna 2014
 Den vzniku členství: 28. ledna 2014

člen představenstva:

Ing. PAVEL LINZER, MBA, dat. nar. 16. prosince 1970
 Vepřek 19, 277 52 Nová Ves
 Den vzniku členství: 28. ledna 2014

předseda**představenstva:**

Ing. ZDENĚK ŠUNKA, dat. nar. 26. února 1956
 Udánky 108, 571 01 Moravská Třebová
 Den vzniku funkce: 26. ledna 2016
 Den vzniku členství: 26. ledna 2016

Způsob jednání:

Za společnost jednají navenek a společnost zavazují vždy dva členové představenstva společně nebo samostatně jeden člen představenstva písemně zmocněný k určitému právnímu jednání. Za společnost dále jedná samostatně předseda představenstva, a to v níže uvedených záležitostech:

(i) právní jednání, na jejichž základě má společnost nabýt či zcizit či zatížit nemovitost, či jiná věcně-právní jednání ve vztahu k nemovitosti, kde hodnota nemovitosti v případě vlastní nemovitosti či výše úplaty v případě cizí nemovitosti nepřesáhne 1 000 000 Kč bez DPH, včetně právních jednání směřujících ke změně či zániku takového již existujícího smluvního vztahu; a dále nejedná-li se o nemovitost;

(ii) právní jednání, na jejichž základě společnosti vzniká, ruší se či mění právo či závazek v hodnotě nepřesahující 6 000 000 Kč bez DPH (přičemž hodnotou se rozumí předpokládaná výše celkového peněžitého plnění za sjednanou dobu existence právního vztahu nejvýše však za 5 let, v případě smluv na dobu neurčitou za dobu 5 let; v případě smluv na provozování vodohospodářské infrastruktury se hodnotou rozumí výše nájemného/pachtovného za tuto dobu), včetně právních jednání směřujících ke změně či zániku takového již existujícího smluvního vztahu.

Dozorčí rada:**člen dozorčí rady:**

LUBOMÍRA ČÁPOVÁ, dat. nar. 27. února 1967
 Brněnská 23/28, Předměstí, 571 01 Moravská Třebová
 Den vzniku členství: 28. ledna 2014

člen dozorčí rady:

Ing. VÁCLAV MAČÁT, dat. nar. 25. července 1949
 9. května 692/6, Předměstí, 571 01 Moravská Třebová
 Den vzniku členství: 27. ledna 2015

**předseda dozorčí
rady:**

Ing. VLADIMÍR DILLINGER, dat. nar. 30. července 1968
 Bezdrevská 1124/25, České Budějovice 2, 370 11 České Budějovice
 Den vzniku funkce: 12. dubna 2017
 Den vzniku členství: 24. ledna 2017

Akcie:

35 815 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě
 1 000,- Kč

Základní kapitál:

35 815 000,- Kč

Ostatní skutečnosti:

Založení společnosti:

Akciová společnost byla založena podle par. 172 obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti je Fond národního majetku České republiky se sídlem v Praze 2, Rašínovo nábřeží 42, na který přešel majetek státního podniku ve smyslu par. 11 odst. 2 zák. č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, ve znění zákona č. 210/1993 Sb.

V zakladatelské listině učiněné ve formě notářského zápisu ze dne 8.října 1993 bylo rozhodnuto o schválení jejich stanov a jmenování členů představenstva a dozorčí rady.

Zakladatel splatil 100% základního jmění společnosti, které je představováno cenou vkládaného hmotného a dalšího majetku uvedeného v zakladatelské listině. Ocenění tohoto majetku je obsaženo ve schváleném privatizačním projektu státního podniku Vodovody a kanalizace Moravská Třebová.

Na základě Smlouvy o prodeji části podniku ze dne 9.10.2009 uzavřené mezi společnostmi VHOS, a.s., se sídlem Moravská Třebová, Předměstí, Nádražní 6, IČ 481 72 901 jako prodávajícím a společností Stavební vodohospodářská, s.r.o., se sídlem Moravská Třebová, Předměstí, Olomoucká 139/4, IČ 287 71 346 jako kupujícím, byla prodána s účinností ke dni 9.10.2009 část podniku společnosti VHOS, a.s., Stavební provoz, společnosti Stavební vodohospodářská, s.r.o.

Počet členů statutárního orgánu: 3

Počet členů dozorčí rady: 3

Na základě usnesení valné hromady společnosti VHOS, a.s., osvědčeného notářským zápisem ze dne 28.1.2014 se společnost VHOS, a.s. podřizuje zákonu č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), jako celku.

Příloha č.2

VHOS, a.s.
 Nádražní 1430/6
 571 01 Moravská Třebová

ROZVAHA V PLNEM ROZSAHU K 31.3.2017
 (v celých tisících Kč)

Označení	Popis	Brutto	Korekce	Netto
	AKTIVA CELKEM	193 995	-59 225	134 770
B.	Dlouhodobý majetek	115 735	-57 885	57 850
BI.	Dlouhodobý nehmotný majetek	11 649	-10 369	1 280
BI.2.	Ocenitelná práva	11 649	-10 369	1 280
BI.2.1.	Software	11 649	-10 369	1 280
BII.	Dlouhodobý hmotný majetek	91 586	-47 516	44 070
BII.1.	Pozemky a stavby	49 540	-17 952	31 588
BII.1.1.	Pozemky	2 255		2 255
BII.1.2.	Stavby	47 285	-17 952	29 333
BII.2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	41 144	-29 564	11 580
BII.5.	Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	902		902
BII.5.2.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	902		902
BIII.	Dlouhodobý finanční majetek	12 500		12 500
BIII.7.	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	12 500		12 500
BIII.7.1.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	12 500		12 500
C.	Oběžná aktiva	77 605	-1 340	76 265
CI.	Zásoby	5 418	-340	5 078
CI.1.	Materiál	4 998	-340	4 658
CI.2.	Nedokončená výroba a polotovary	420		420
CII.	Pohledávky	70 758	-1 000	69 758
CII.1.	Dlouhodobé pohledávky	722		722
CII.1.5.	Pohledávky - ostatní	722		722
CII.1.5.2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	222		222
CII.1.5.4.	Jiné pohledávky	500		500
CII.2.	Krátkodobé pohledávky	70 036	-1 000	69 036
CII.2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	18 872	-1 000	17 872
CII.2.2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	10 021		10 021
CII.2.4.	Pohledávky - ostatní	41 143		41 143
CII.2.4.3.	Stát - daňové pohledávky	2 872		2 872
CII.2.4.4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	977		977
CII.2.4.5.	Dohadné účty aktivní	37 279		37 279
CII.2.4.6.	Jiné pohledávky	15		15
CIV.	Peněžní prostředky	1 429		1 429
CIV.1.	Peněžní prostředky v pokladně	164		164
CIV.2.	Peněžní prostředky na účtech	1 265		1 265
D.	Časové rozlišení aktiv	655		655
D.1.	Náklady příštích období	655		655

VHOS, a.s.
Nádražní 1430/6
571 01 Moravská Třebová

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU K 31.3.2017
(v celých tisících Kč)

Označení	Popis	Netto
	PASIVA CELKEM	134 770
A.	Vlastní kapitál	81 760
AI.	Základní kapitál	35 815
AI.1.	Základní kapitál	35 815
AIV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	40 689
AIV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	40 689
AV.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	5 256
B+C.	Cizí zdroje	50 779
B.	Rezervy	2 999
B.4.	Ostatní rezervy	2 999
C.	Závazky	47 780
CI.	Dlouhodobé závazky	2 271
CI.8.	Odložený daňový závazek	1 983
CI.9.	Závazky - ostatní	288
CI.9.1.	Závazky ke společníkům	288
CII.	Krátkodobé závazky	45 509
CII.3.	Krátkodobé přijaté zálohy	26 370
CII.4.	Závazky z obchodních vztahů	7 569
CII.8.	Závazky ostatní	11 570
CII.8.3.	Závazky k zaměstnancům	1 661
CII.8.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	990
CII.8.5.	Stát - daňové závazky a dotace	842
CII.8.6.	Dohadné účty pasivní	7 981
CII.8.7.	Jiné závazky	96
D.	Časové rozlišení pasiv	2 231
D.1.	Výdaje příštích období	1 721
D.2.	Výnosy příštích období	510

Okamžik sestavení: 31.3.2017

Podpisový záznam:.....

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY V PLNÉM ROZSAHU (DRUHOVÉ ČLENĚNÍ) K 31.3.2017
(v celých tisících Kč)

Označení	Popis	Běžné účetní období
I.	Tržby z prodeje výrobků a služeb	89 910
A.	Výkonová spotřeba	60 016
A.2.	Spotřeba materiálu a energie	15 514
A.3.	Služby	44 502
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-55
D.	Osobní náklady	20 674
D.1.	Mzdové náklady	14 877
D.2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	5 797
D.2.1.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	5 142
D.2.2.	Ostatní náklady	655
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 579
E.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2 579
E.1.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	2 579
III.	Ostatní provozní výnosy	8 609
III.2.	Tržby z prodaného materiálu	5 717
III.3.	Jiné provozní výnosy	2 892
F.	Ostatní provozní náklady	9 924
F.2.	Zůstatková cena prodaného materiálu	6 046
F.3.	Daně a poplatky	213
F.4.	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	-1 731
F.5.	Jiné provozní náklady	5 396
	* Provozní výsledek hospodaření (+/-)	5 381
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	15
VI.2.	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	15
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	0
VII.	Ostatní finanční výnosy	4
K.	Ostatní finanční náklady	144
	* Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-125
	** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	5 256
L.	Daň z příjmů	0
	** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	5 256
	*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	5 256
	* Čistý obrat za účetní období = I. + II. + III. + IV. + V. + VI. + VII.	98 538

Okamžik sestavení: 31.3.2017

Podpisový záznam:.....

Příloha č.3

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU

K 30. 9. 2016

(v celých tisících Kč)

označ.	AKTIVA	Brutto	Běžné účetní období Korekce	Netto	Min. účetní období Netto
	AKTIVA CELKEM	185 837	-57 660	128 177	127 225
B.	Dlouhodobý majetek	113 873	-56 321	57 552	57 268
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	12 493	-10 916	1 577	1 762
	3. Software	12 493	-10 916	1 577	1 762
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	88 880	-45 405	43 475	43 006
	1. Pozemky	2 255	0	2 255	2 255
	2. Stavby	46 591	-17 509	29 082	28 924
	3. Samostatné hmotné movité věci a soubory movitých věcí	39 464	-27 896	11 568	11 754
	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	570	0	570	73
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	12 500	0	12 500	12 500
	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	12 500	0	12 500	12 500
C.	Oběžná aktiva	70 703	-1 339	69 364	68 417
C.I.	Zásoby	5 668	-340	5 328	7 493
	1. Materiál	5 303	-340	4 963	5 544
	2. Nedokončená výroba a polotovary	365	0	365	1 949
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	809	0	809	270
	1. Pohledávky z obchodních vztahů	87	0	87	48
	5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	222	0	222	222
	7. Jiné pohledávky	500	0	500	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	63 900	-999	62 901	59 548
	1. Pohledávky z obchodních vztahů	30 235	-999	29 236	24 357
	2. Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	10 513	0	10 513	12 110
	6. Stát - daňové pohledávky	4 360	0	4 360	4 662
	7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 912	0	3 912	4 010
	8. Dohadné účty aktivní	14 880	0	14 880	14 409
	9. Jiné pohledávky	0	0	0	0
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	326	0	326	1 106
	1. Peníze	134		134	141
	2. Účty v bankách	192		192	965
D.I.	Časové rozlišení	1 261		1 261	1 540
	1. Náklady příštích období	1 070		1 070	1 145
	3. Příjmy příštích období	191		191	395

VHOS, a. s., IČ 481 72 901
ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU K 30. 9. 2016

označ.	PASIVA	Běžné účetní období	Minulé účetní období
	PASIVA CELKEM	128 177	127 225
A.	Vlastní kapitál	84 334	81 993
A.I.	Základní kapitál	35 815	35 815
1.	Základní kapitál	35 815	35 815
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	39 015	37 242
1.	Nerozdělený zisk minulých let	39 015	37 242
A.V.1	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	9 504	8 936
B.	Cizí zdroje	41 725	43 136
B.I.	Rezervy	5 248	2 944
3.	Rezerva na daň z příjmů	518	144
4.	Ostatní rezervy	4 730	2 800
B.II.	Dlouhodobé závazky	1 983	2 269
10.	Odložený daňový závazek	1 983	2 269
B.III.	Krátkodobé závazky	34 492	37 921
1.	Závazky z obchodních vztahů	21 851	25 146
4.	Závazky ke společníkům	331	369
5.	Závazky k zaměstnancům	1 696	1 650
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 010	993
7.	Stát - daňové závazky a dotace	194	201
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	5 130	4 867
10.	Dohadné účty pasivní	4 208	4 614
11.	Jiné závazky	72	81
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	2	2
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	2	2
C.I.	Časové rozlišení	2 118	2 096
1.	Výdaje příštích období	2 046	2 020
2.	Výnosy příštích období	72	76

Okamžik sestavení:

24. 10. 2016

Podpisový záznam:



**VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY V PLNÉM ROZSAHU
(DRUHOVÉ ČLENĚNÍ)**

K 30. 9. 2016

(v celých tisících Kč)

označ.	TEXT	Skutečnost v účetním období	
		sledovaném	minulém
II.	Výkony	177 268	176 788
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	178 835	175 223
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1 584	1 537
3.	Aktivace	17	28
B.	Výkonová spotřeba	114 344	114 269
1.	Spotřeba materiálu a energie	31 331	32 522
2.	Služby	83 013	81 747
+	Přidaná hodnota	62 924	62 519
C.	Osobní náklady	40 907	41 397
1.	Mzdové náklady	27 768	27 448
2.	Odměny členům orgánů obchodní korporace	1 823	2 671
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	9 963	9 957
4.	Sociální náklady	1 353	1 321
D.	Daně a poplatky	421	390
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 000	4 625
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	13 281	13 074
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	300	356
2.	Tržby z prodeje materiálu	12 981	12 718
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	14 126	13 333
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	590	63
2.	Prodaný materiál	13 536	13 270
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	1 892	1 984
IV.	Ostatní provozní výnosy	6 776	6 220
H.	Ostatní provozní náklady	8 840	9 030
*	Provozní výsledek hospodaření	11 795	11 054
X.	Výnosové úroky	35	24
N.	Nákladové úroky	3	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	8	10
O.	Ostatní finanční náklady	158	98
*	Finanční výsledek hospodaření	-118	-64
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	2 173	2 054
1.	- splatná	2 459	2 100
2.	- odložená	-286	-46
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	9 504	8 936

označ.	TEXT	Skutečnost v účetním období	
		sledovaném	minulém
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	9 504	8 936
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	11 677	10 990

Okamžik sestavení:

24. 10. 2016

Podpisový záznam:



Příloha č.4

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU

K 30. 9. 2015

(v celých tisících Kč)

označ.	AKTIVA	Běžné účetní období		Min. účetní období	
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	181 065	-53 840	127 225	108 145
B.	Dlouhodobý majetek	109 731	-52 463	57 268	44 460
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	12 021	-10 259	1 762	1 848
3.	Software	12 021	-10 259	1 762	1 848
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	85 210	-42 204	43 006	42 612
1.	Pozemky	2 255	0	2 255	2 255
2.	Stavby	45 587	-16 663	28 924	28 667
3.	Samostatné hmotné movité věci a soubory movitých věcí	37 295	-25 541	11 754	11 446
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	73	0	73	244
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	12 500	0	12 500	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	12 500	0	12 500	0
C.	Oběžná aktiva	69 794	-1 377	68 417	62 173
C.I.	Zásoby	7 832	-339	7 493	5 527
1.	Materiál	5 883	-339	5 544	5 115
2.	Nedokončená výroba a polotovary	1 949	0	1 949	412
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	270	0	270	222
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	48	0	48	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	222	0	222	222
C.III.	Krátkodobé pohledávky	60 586	-1 038	59 548	56 061
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	25 395	-1 038	24 357	20 798
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	12 110	0	12 110	15 144
6.	Stát - daňové pohledávky	4 662	0	4 662	3 584
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	4 010	0	4 010	3 722
8.	Dohadné účty aktivní	14 409	0	14 409	12 813
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	1 106	0	1 106	363
1.	Peníze	141		141	121
2.	Účty v bankách	965		965	242
D.I.	Časové rozlišení	1 540		1 540	1 512
1.	Náklady příštích období	1 145		1 145	492
3.	Příjmy příštích období	395		395	1 020

VHOS, a. s., IČ 481 72 901
 ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU K 30. 9. 2015

označ.	PASIVA	Běžné účetní období	Minulé účetní období
	PASIVA CELKEM	127 225	108 145
A.	Vlastní kapitál	81 993	73 057
A.I.	Základní kapitál	35 815	35 815
1.	Základní kapitál	35 815	35 815
A.III.	Fondy ze zisku	0	7 163
1.	Rezervní fond	0	7 163
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	37 242	21 944
1.	Nerozdělený zisk minulých let	37 242	21 944
A.V.1	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	8 936	8 135
B.	Cizí zdroje	43 136	30 882
B.I.	Rezervy	2 944	1 003
3.	Rezerva na daň z příjmů	144	13
4.	Ostatní rezervy	2 800	990
B.II.	Dlouhodobé závazky	2 269	2 315
10.	Odložený daňový závazek	2 269	2 315
B.III.	Krátkodobé závazky	37 921	27 561
1.	Závazky z obchodních vztahů	25 146	15 025
4.	Závazky ke společníkům	369	437
5.	Závazky k zaměstnancům	1 650	1 700
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	993	977
7.	Stát - daňové závazky a dotace	201	218
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	4 867	4 485
10.	Dohadné účty pasivní	4 614	4 638
11.	Jiné závazky	81	81
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	2	3
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	2	3
C.I.	Časové rozlišení	2 096	4 206
1.	Výdaje příštích období	2 020	4 127
2.	Výnosy příštích období	76	79

Okamžik sestavení:

22. 10. 2015

Podpisový záznam:



**VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY V PLNÉM ROZSAHU
 (DRUHOVÉ ČLENĚNÍ)**

K 30. 9. 2015
 (v celých tisících Kč)

označ.	TEXT	Skutečnost v účetním období	
		sledovaném	minulém
II.	Výkony	176 788	167 551
	1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	175 223	169 739
	2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 537	-2 254
	3. Aktivace	28	66
B.	Výkonová spotřeba	114 269	107 761
	1. Spotřeba materiálu a energie	32 522	30 188
	2. Služby	81 747	77 573
+	Přidaná hodnota	62 519	59 790
C.	Osobní náklady	41 397	39 570
	1. Mzdové náklady	27 448	27 381
	2. Odměny členům orgánů obchodní korporace	2 671	1 264
	3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	9 957	9 512
	4. Sociální náklady	1 321	1 413
D.	Daně a poplatky	390	413
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4 625	5 040
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	13 074	9 997
	1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	356	76
	2. Tržby z prodeje materiálu	12 718	9 921
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	13 333	10 316
	1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	63	115
	2. Prodaný materiál	13 270	10 201
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	1 984	266
IV.	Ostatní provozní výnosy	6 220	4 507
H.	Ostatní provozní náklady	9 030	8 822
*	Provozní výsledek hospodaření	11 054	9 867
X.	Výnosové úroky	24	207
N.	Nákladové úroky	0	15
XI.	Ostatní finanční výnosy	10	9
O.	Ostatní finanční náklady	98	48
*	Finanční výsledek hospodaření	-64	153
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	2 054	1 885
	1. - splatná	2 100	1 785
	2. - odložená	-46	100
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	8 936	8 135

označ.	TEXT	Skutečnost v účetním období	
		sledovaném	minulém
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	8 936	8 135
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	10 990	10 020

Okamžik sestavení:  22. 10. 2015

Podpisový záznam:

Příloha č.5

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU

K 30. 9. 2014

(v celých tisících Kč)

označ.	AKTIVA	Běžné účetní období		Min. účetní období	
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	158 618	-50 473	108 145	110 055
B.	Dlouhodobý majetek	93 729	-49 269	44 460	58 410
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	11 563	-9 715	1 848	491
	3. Software	11 563	-9 715	1 848	491
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	82 166	-39 554	42 612	44 141
	1. Pozemky	2 255	0	2 255	2 255
	2. Stavby	44 485	-15 818	28 667	27 734
	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 182	-23 736	11 446	13 765
	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	244	0	244	387
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	13 778
	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	13 778
C.	Oběžná aktiva	63 377	-1 204	62 173	50 017
C.I.	Zásoby	5 817	-290	5 527	7 352
	1. Materiál	5 405	-290	5 115	4 686
	2. Nedokončená výroba a polotovary	412	0	412	2 666
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	222	0	222	234
	5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	222	0	222	234
C.III.	Krátkodobé pohledávky	56 975	-914	56 061	40 813
	1. Pohledávky z obchodních vztahů	21 712	-914	20 798	22 179
	2. Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	15 144	0	15 144	0
	6. Stát - daňové pohledávky	3 584	0	3 584	3 709
	7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 722	0	3 722	1 667
	8. Dohadné účty aktivní	12 813	0	12 813	12 488
	9. Jiné pohledávky	0	0	0	770
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	363	0	363	1 618
	1. Peníze	121		121	444
	2. Účty v bankách	242		242	1 174
D.I.	Časové rozlišení	1 512		1 512	1 628
	1. Náklady příštích období	492		492	640
	3. Příjmy příštích období	1 020		1 020	988

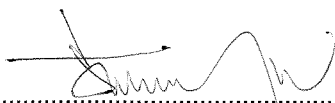
VHOS, a. s., IČ 481 72 901
 ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU K 30. 9. 2014

označ.	PASIVA	Běžné účetní období	Minulé účetní období
	PASIVA CELKEM	108 145	110 055
A.	Vlastní kapitál	73 057	72 443
A.I.	Základní kapitál	35 815	35 815
	1. Základní kapitál	35 815	35 815
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	7 163	7 163
	1. Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	7 163	7 163
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	21 944	19 445
	1. Nerozdělený zisk minulých let	21 944	19 445
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	8 135	10 020
B.	Cizí zdroje	30 882	35 084
B.I.	Rezervy	1 003	1 309
	3. Rezerva na daň z příjmů	13	528
	4. Ostatní rezervy	990	781
B.II.	Dlouhodobé závazky	2 315	2 215
	10. Odložený daňový závazek	2 315	2 215
B.III.	Krátkodobé závazky	27 561	31 557
	1. Závazky z obchodních vztahů	15 025	17 541
	2. Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	709
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	437	266
	5. Závazky k zaměstnancům	1 700	1 679
	6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	977	1 014
	7. Stát - daňové závazky a dotace	218	198
	8. Krátkodobé přijaté zálohy	4 485	4 337
	10. Dohadné účty pasivní	4 638	5 743
	11. Jiné závazky	81	70
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	3	3
	2. Krátkodobé bankovní úvěry	3	3
C.I.	Časové rozlišení	4 206	2 528
	1. Výdaje příštích období	4 127	2 449
	2. Výnosy příštích období	79	79

Okamžik sestavení:

24. 10. 2014

Podpisový záznam:



**VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY V PLNÉM ROZSAHU
(DRUHOVÉ ČLENĚNÍ)**

K 30. 9. 2014

(v celých tisících Kč)

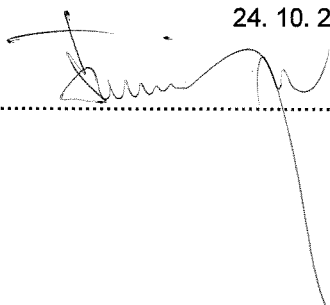
označ.	TEXT	Skutečnost v účetním období	
		sledovaném	minulém
II.	Výkony	167 551	171 970
	1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	169 739	170 717
	2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 254	1 166
	3. Aktivace	66	87
B.	Výkonová spotřeba	107 761	111 194
	1. Spotřeba materiálu a energie	30 188	37 675
	2. Služby	77 573	73 519
+	Přidaná hodnota	59 790	60 776
C.	Osobní náklady	39 570	39 931
	1. Mzdové náklady	27 381	28 486
	2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	1 264	501
	3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	9 512	9 571
	4. Sociální náklady	1 413	1 373
D.	Daně a poplatky	413	438
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 040	5 821
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	9 997	6 378
	1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	76	61
	2. Tržby z prodeje materiálu	9 921	6 317
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	10 316	5 904
	1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	115	61
	2. Prodaný materiál	10 201	5 843
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	266	-84
IV.	Ostatní provozní výnosy	4 507	3 564
H.	Ostatní provozní náklady	8 822	8 941
*	Provozní výsledek hospodaření	9 867	9 767
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	251
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	100
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	1 500
	1. Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	1 500
X.	Výnosové úroky	207	644
N.	Nákladové úroky	15	104
XI.	Ostatní finanční výnosy	9	5
O.	Ostatní finanční náklady	48	54
*	Finanční výsledek hospodaření	153	2 142
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 885	1 889
	1. - splatná	1 785	1 844
	2. - odložená	100	45
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	8 135	10 020

označ.	TEXT	Skutečnost v účetním období	
		sledovaném	minulém
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	8 135	10 020
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	10 020	11 909

Okamžik sestavení:

24. 10. 2014

Podpisový záznam:



.....

Příloha č.6

Výkaz zisků a ztrát
VHOS, a.s.

	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
1 I Tržby za prodej zboží											
2 A Náklady vynaložené na prodej zboží											
3 + Obchodní marže	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4 II Výkony	164 068	171 970	167 551	176 788	177 268	179 764	180 628	184 240	187 925	191 684	195 517
5 II.1 Tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	164 594	170 717	169 739	175 223	178 835	179 729	180 628	184 240	187 925	191 684	195 517
6 II.2 Změna stavu vnitropod.zásob vl.výroby	-636	1 166	-2 254	1 537	-1 584	35	0	0	0	0	0
7 II.3 Aktivace	110	87	66	28	17	0	0	0	0	0	0
8 B Výkonová spotřeba	106 004	111 194	107 761	114 269	114 344	118 082	117 589	119 756	121 775	123 923	126 304
9 B.1 Spotřeba materiálu a energie	33 549	37 675	30 188	32 522	31 331	33 789	33 416	33 900	34 390	34 982	35 584
10 B.2 Služby	72 455	73 519	77 573	81 747	83 013	84 293	84 173	85 856	87 385	88 941	90 720
11 + Přidaná hodnota	58 064	60 776	59 790	62 519	62 924	61 682	63 039	64 484	66 150	67 761	69 213
12 C Osobní náklady	37 916	39 931	39 570	41 397	40 907	42 892	44 874	46 953	48 705	50 078	51 492
13 C.1 Mzdové náklady	27 035	28 486	27 381	27 448	27 768	29 156	30 614	32 145	33 431	34 434	35 467
14 C.2 Odměny členům orgánů společnosti	516	501	1 264	2 671	1 823	1 823	1 823	1 823	1 823	1 823	1 823
15 C.3 Náklady na sociální zabezpečení	9 103	9 571	9 512	9 957	9 963	10 533	11 029	11 549	11 986	12 327	12 678
16 C.4 Sociální náklady	1 262	1 373	1 413	1 321	1 353	1 380	1 408	1 436	1 465	1 494	1 524
17 D Daně a poplatky	426	438	413	390	421	400	400	400	400	400	400
18 E Odpisy dlouhodobého majetku	5 272	5 821	5 040	4 625	5 000	5 000	5 000	5 100	5 150	5 200	5 250
19 III Tržby z prodeje dlouh.majetku a materiálu	7 036	6 378	9 997	13 074	13 281	11 500	12 000	12 240	12 485	12 734	12 989
20 F Zůstatková cena prod.dlouh.majetku a materiálu	6 471	5 904	10 316	13 333	14 126	12 400	12 900	13 000	13 050	13 150	13 200
21 IV Zúčtování rezerv a čas.rozliš.prov.výnosů		84									
22 G Tvorba rezerv a čas.rozliš.prov.nákladů	596		266	1 984	1 892						
23 V Zúčtování oprav.položek do prov.výnosů											
24 H Zúčtování oprav.položek do prov.nákladů											
25 VI Ostatní provozní výnosy	4 165	3 564	4 507	6 220	6 776	6 384	6 512	6 642	6 775	6 911	7 049
26 I Ostatní provozní náklady	9 445	8 941	8 822	9 030	8 840	9 121	9 303	9 489	9 679	9 872	10 070
27 VII Převod provozních výnosů											
28 J Převod provozních nákladů											
29 * Provozní hospodářský výsledek	9 139	9 767	9 867	11 054	11 795	9 753	9 074	8 424	8 426	8 706	8 839
30 VIII Tržby z prodeje cenných papírů a vkladů		251									
31 K Prodané cenné papíry a vklady		100									
32 IX Výnosy z dlouhodobého finančního majetku		1 500				0	0	0	0	0	0
33 IX.1 Výnosy z cen.papírů a vkladů ve skupině		1 500									
34 IX.2 Výnosy z ost.inv.cen.papírů a vkladů											
35 IX.3 Výnosy z ost.finančních investic											
36 X Výnosy z krátkodobého fin.majetku											
37 XI Zúčtování rezerv do fin.výnosů											
38 L Tvorba rezerv na finanční náklady											
39 XII Zúčtování oprav.položek do fin.výnosů											
40 M Zúčtování oprav.položek do fin.nákladů											
41 XIII Výnosové úroky	670	644	207	24	35						
42 N Nákladové úroky	214	104	15	0	3	0	0	0	0	0	0
43 XIV Ostatní finanční výnosy	0	5	9	10	8						
44 O Ostatní finanční náklady	97	54	48	98	158						
45 XV Převod finančních výnosů											
46 P Převod finančních nákladů											
47 * Hospodářský výsledek z finančních operací	359	2 142	153	-64	-118	-0	0	0	0	0	0
48 R Daň z příjmů za běžnou činnost	1 723	1 889	1 885	2 054	2 173	2 199	2 071	1 947	1 947	2 001	2 026
49 R.1 - splatná	1 665	1 844	1 785	2 100	2 459	2 199	2 071	1 947	1 947	2 001	2 026
50 R.2 - odložená	58	45	100	-46	-286						
51											
52 ** Hospodářský výsledek za běžnou činnost	7 775	10 020	8 135	8 936	9 504	7 553	7 004	6 477	6 479	6 706	6 813
53 XVI Mimořádné výnosy											
54 S Mimořádné náklady											
55 T Daň z příjmů z mimořádné činnosti						0	0	0	0	0	0
56 T.1 - splatná						0	0	0	0	0	0
57 T.2 - odložená											
58 * Mimořádný hospodářský výsledek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
59 U Převod podílu na hosp.výs.společníkům											
60 *** Hospodářský výsledek za účetní období	7 775	10 020	8 135	8 936	9 504	7 553	7 004	6 477	6 479	6 706	6 813
61 Hospodářský výsledek před zdaněním	9 498	11 909	10 020	10 990	11 677	9 753	9 074	8 424	8 426	8 706	8 839
71 Tržby z prodeje inv.majetku											
72 Zůstatková cena prod.inv.majetku											
73 Počet pracovníků	99	99	100	98	97	97	97	97	97	97	97
74 Průměrná měsíční mzda	22 757	23 978	22 818	23 340	23 856	25 048	26 301	27 616	28 721	29 582	30 470

Peněžní toky
VHOS, a.s.

	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
1 I Stav peněžních prostředků a pen.ekviv.na počátku období	940	1 618	363	1 106	326	632	827	987	833	894
2 Z Účetní hospodářský výsledek z běž.činnosti před zdaněním	11 909	10 020	10 990	11 677	9 753	9 074	8 424	8 426	8 706	8 839
3 A.1 Úpravy o nepeněžní operace	2 296	6 336	4 404	7 573	4 697	5 328	5 100	5 150	5 200	5 250
4 A.1.1 Odpisy dlouhodobého majetku a pohledávek	5 821	5 040	4 625	5 000	5 000	5 000	5 100	5 150	5 200	5 250
5 A.1.1.1 Odpisy dlouhodobého majetku a pohledávek	5 821	5 040	4 625	5 000	5 000	5 000	5 100	5 150	5 200	5 250
6 A.1.1.3 Odpis opravné položky k úplatně nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7 A.1.2 Změny stavu opr.položek rezerv a přechodných účtů	-1 334	1 488	-197	2 605	-303	328	0	0	0	0
8 A.1.2.2 Změna stavu rezerv	114	-306	1 941	2 304	-2 248	200	0	0	0	0
9 A.1.2.3 Změna stavu přechodných účtů aktiv	45	116	-28	279	111	0	0	0	0	0
10 A.1.2.4 Změna stavu přechodných účtů pasiv	-1 493	1 678	-2 110	22	1 834	128	0	0	0	0
11 A.1.3 Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku	-151	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12 A.1.3.1 Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
13 A.1.3.2 Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého finančního majetku	-151	0	0	0	0	0	0	0	0	0
14 A.1.3.3 Oceňovací rozdíly z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
15 A.1.4 Výnosy z dividend a podílů na zisku	-1 500	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16 A.1.5 Vyúčtované výnosové a nákladové úroky	-540	-192	-24	-32	0	0	0	0	0	0
17 A.1.5.1 Vyúčtované nákladové úroky	104	15	0	3	0	0	0	0	0	0
18 A.1.5.2 Vyúčtované výnosové úroky	-644	-207	-24	-35	0	0	0	0	0	0
19 A* Čistý pen.tok z prov.čin.před zdan., změnami prac.kap.	14 205	16 356	15 394	19 250	14 450	14 402	13 524	13 576	13 906	14 089
20 A.2 Změna potřeby pracovního kapitálu	-3 345	-19 622	4 859	-5 156	574	-167	-667	-683	-695	-709
21 A.2.1 Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	-55	-15 236	-3 535	-3 892	83	-315	-1 264	-1 290	-1 315	-1 342
22 A.2.1.1 Změna stavu dlouhodobých pohledávek z provozní činnosti	0	12	-48	-539	87	0	0	0	0	0
23 A.2.1.2 Změna stavu krátkodobých pohledávek z provozní činnosti	-55	-15 248	-3 487	-3 353	-4	-315	-1 264	-1 290	-1 315	-1 342
24 A.2.2 Změna stavu krátk.závazků z provozní činnosti	-2 643	-6 211	10 360	-3 429	555	175	705	718	733	748
25 A.2.3 Změna stavu zásob	-647	1 825	-1 966	2 165	-64	-27	-108	-111	-113	-115
26 A** Čistý pen.tok z prov.čin.před zdaněním a mimoř.polož.	10 860	-3 266	20 253	14 094	15 024	14 235	12 857	12 893	13 211	13 380
27 A.3 Výdaje z plateb úroků s výjimkou kapit.úroků	-104	-15	0	-3	-0	0	0	0	0	0
28 A.4 Přijaté úroky	644	207	24	35	0	0	0	0	0	0
29 A.5 Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-1 889	-1 885	-2 054	-2 173	-2 199	-2 071	-1 947	-1 947	-2 001	-2 026
30 A.6 Příjmy a výdaje spojené s mimoř.účetními případy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
31 A*** Čistý peněžní tok z provozní činnosti	9 511	-4 959	18 223	11 953	12 824	12 165	10 910	10 946	11 211	11 354
B PENĚŽNÍ TOKY Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI										
32 B.1 Výdaje spojené s pořízením dlouhodobého majetku	-2 680	8 910	-17 433	-5 284	-5 516	-4 087	-5 300	-5 650	-5 700	-5 550
33 B.1.1 Výdaje spojené s pořízením dlouhodobého majetku	-4 936	-4 868	-4 933	-5 284	-5 516	-4 087	-5 300	-5 650	-5 700	-5 550
34 B.1.2 Výdaje spojené s pořízením dlouhodobého finančního majetku	2 256	13 778	-12 500	0	0	0	0	0	0	0
35 B.2 Příjmy z prodeje dlouhodobého majetku	251	0	0	0	0	0	0	0	0	0
36 B.2.1 Příjmy z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
37 B.2.2 Příjmy z prodeje dlouhodobého finančního majetku	251	0	0	0	0	0	0	0	0	0
38 B.3 Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
39 B*** Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-2 429	8 910	-17 433	-5 284	-5 516	-4 087	-5 300	-5 650	-5 700	-5 550
C PENĚŽNÍ TOKY Z FINANČNÍ ČINNOSTI										
40 C.1 Změna stavu dlouhodobých příp.krátkodobých závazků	2 215	100	-47	-286	-2	117	50	50	50	50
41 C.1.1 Změna stavu dlouhodobých závazků	2 215	100	-46	-286	0	117	50	50	50	50
42 C.1.2 Změna stavu dlouhodobých úvěrů	0	0	-1	0	-2	0	0	0	0	0
43 C.1.3 Změna stavu běžných bank.úvěrů a finan.výpomocí	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
44 C.2 Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-4 696	-7 521	0	-7 163	-7 000	-8 000	-5 500	-5 500	-5 500	-6 000
45 C.2.1 Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení základ.kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
46 C.2.3 Peněžní dary a dotace do vlastního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
47 C.2.4 Úhrada ztráty společnosti	0	0	0	0						
48 C.2.5 Přímé platby na vrub fondům										
49 C.2.6 Vyplacené dividendy a podíly na zisku	-6 196	-7 521	0	-7 163	-7 000	-8 000	-5 500	-5 500	-5 500	-6 000
50 C.3 Přijaté dividendy a podíly na zisku	1 500	0	0	0	0	0	0	0	0	0
51 Ostatní užití zisku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
52 C*** Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-2 481	-7 421	-47	-7 449	-7 002	-7 883	-5 450	-5 450	-5 450	-5 950
53 F Čisté zvýšení, resp.snížení pen.prostř.a jejich ekviv.	4 601	-3 470	743	-780	306	195	160	-154	61	-146
54 R Stav pen.prostředků a ekviv.na konci období	5 541	-1 852	1 106	326	632	827	987	833	894	748

Příloha č.7

Finanční analýza
VHOS, a.s.

		2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	
I. Ukazatele zadluženosti												
1	Stupeň finanční nezávislosti	100*VK/K	64,53%	67,55%	64,45%	65,79%	65,87%	65,29%	65,17%	65,05%	64,98%	64,81%
2	Stupeň zadlužení	100*CK/K	33,22%	28,56%	33,91%	32,55%	31,06%	31,54%	31,70%	31,86%	31,97%	32,18%
3	Úrokové krytí	100*(HZ+Ú)/Ú	11550,96%	66900,00%	x	389333,33%	45360669,77%	x	x	x	x	x
4	Stupeň samofinancování	100*(NZ+FZ)/(ZK+KF)	74,29%	81,27%	103,98%	108,93%	115,93%	114,68%	118,88%	121,61%	124,34%	126,31%
II. Ukazatele krytí stálých aktiv												
5	I.stupeň krytí dlouhodobého majetku	100*VK/DM	124,02%	164,32%	143,17%	146,54%	146,19%	146,78%	147,97%	148,38%	149,18%	149,80%
6	II.stupeň krytí dlouhodobého majetku	100*DK/DM	130,06%	171,79%	152,28%	159,10%	154,77%	156,05%	157,30%	157,72%	158,52%	159,18%
III. Likvidita												
7	Okamžitá likvidita	100*FM/KCK	4,79%	1,32%	2,92%	0,95%	1,80%	2,35%	2,75%	2,27%	2,39%	1,96%
8	Rychlá likvidita	100*(FM+POHLK)/KCK	125,64%	204,72%	159,95%	183,31%	181,29%	181,84%	182,23%	181,76%	181,88%	181,45%
9	Běžná likvidita	100*OA/KCK	148,10%	225,58%	180,42%	201,10%	198,74%	199,27%	199,63%	199,12%	199,20%	198,73%
IV. Ukazatelé obrátu												
10	Obrat zásob	T/ZÁS	24,29	26,36	26,92	27,90	33,53	33,42	33,66	33,66	33,66	33,66
11	Obrat pohledávek	T/POHL	4,16	3,49	3,02	2,90	2,82	2,83	2,85	2,85	2,85	2,86
12	Obrat vlastního kapitálu	T/VK	2,39	2,33	2,26	2,15	2,12	2,14	2,18	2,20	2,22	2,24
13	Obrat celkového kapitálu	T/K	1,52	1,54	1,49	1,40	1,40	1,40	1,42	1,43	1,44	1,45
V. Ukazatelé rentability												
14	Rentabilita tržeb	100*Z/T	5,87%	4,79%	5,10%	5,31%	4,20%	3,88%	3,52%	3,45%	3,50%	3,48%
15	Rentabilita vlastního kapitálu	100*Z/VK	14,04%	11,18%	11,53%	11,43%	8,93%	8,30%	7,68%	7,59%	7,76%	7,79%
16	Rentabilita celkového kapitálu	100*(Z+Ú(1-Sdp))/K	9,01%	7,39%	7,59%	7,44%	5,88%	5,44%	5,01%	4,94%	5,04%	5,06%
17	Rentabilita celkového kapitálu	100*(HZ+Ú)/K	10,71%	9,11%	9,34%	9,15%	7,59%	7,05%	6,51%	6,43%	6,55%	6,56%
VI. Ukazatelé produktivity												
18	Produktivita z výkonů (tis.Kč/prac)	V/počet prac.	1 737	1 676	1 804	1 828	1 853	1 862	1 899	1 937	1 976	2 016
19	Produktivita z přidané hodnoty (tis.Kč/prac)	PH/počet prac.	614	598	638	649	636	650	665	682	699	714
VII. Ukazatelé kapitálového trhu												
20	Zisk na 1 000 Kč akciového kap.	Z/(AK/1000)	279,77	227,14	249,50	265,36	210,89	195,56	180,85	180,90	187,23	190,23
21	Dividendy na 1 000 Kč akciového kap.	DIV/(AK/1000)	173,00	210,00	0,00	200,00	195,45	223,37	153,57	153,57	153,57	167,53
22	Podíl dividend ze zisku	100*DIV/Z	61,84%	92,45%	0,00%	75,37%	92,68%	114,22%	84,91%	84,89%	82,02%	88,07%

Příloha č.8

Příloha č.9

Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou DCF

VHOS, a.s.

	4-12/2017	2018	2019	2020	2021	2022	2. Fáze
PHV (před daní)	4 512	9 074	8 424	8 426	8 706	8 839	
Sazba daně	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Daň	857	1 724	1 601	1 601	1 654	1 679	
PHV (po daní)	3 655	7 350	6 824	6 825	7 052	7 159	
Nepeněžní operace	6 227	5 328	5 100	5 150	5 200	5 250	
Investice do PK	-3 848	-362	-827	-529	-756	-563	
Investice do DM	-2 639	-4 087	-5 300	-5 650	-5 700	-5 550	
FCFF	3 395	8 229	5 797	5 796	5 796	6 296	6 226

rf	2,70%	3,30%	3,40%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
beta nezadlužená pro Farming/Agriculture	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700
RPT USA	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
RPZ	0,70%	0,40%	0,40%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
Přirážka	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%
beta zadlužená	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700	0,4700

CK/K	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VK/K	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
CK/VK	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
nck	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
nvk	14,15%	14,45%	14,55%	15,25%	15,25%	15,25%	15,25%
WACC	14,15%	14,45%	14,55%	15,25%	15,25%	15,25%	15,25%

Diskontní faktor	0,8760	0,8737	0,8730	0,8677	0,8677	0,8677	7,7212
Hb k počátku období	43 151	45 863	44 261	44 905	45 957	47 171	48 068
CK k počátku období	0	0	0	0	0	0	0
Hn k počátku období	43 151	45 863	44 261	44 905	45 957	47 171	48 068
Výsledný CK/K	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Neprovozní majetek	22 233
Přebytečná hotovost	0
Pohledávky za ovládanou osobou	10 021
Závazky ke společníkům	288
DFM	12 500

Růst provozního zisku v perpetuitě	2,30%
Míra investic v perpetuitě	15,00%
WACC v perpetuitě	15,25%
Rentabilita investic v perpetuitě	15,33%
FCFF	6 226
Pokračující hodnota	48 068

Neprovozní majetek v tis. Kč	22 233
Výsledná hodnota VK v tis. Kč	65 384
Počet akcií v ZK	35 815
Počet vlastních akcií	0
Přepočtený počet akcií v ZK	35 815
Hodnota 1 akcie o NH = 1000 Kč	1 826
Srážka za podíl v %	50
Hodnota 1 akcie o NH = 1000 Kč po srážce	913
Počet akcií v ocenění	186
Ocenění podílu akcií Kč	169 818