

ZNALECKÝ POSUDEK č. 3461-53/2020

Stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s.

Datum ocenění: 31. 12. 2019



ZNALECKÝ POSUDEK č. 3461-53/2020

Předmět ocenění	Stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s., IČ 061 99 518, se sídlem Žitenická 2084, Předměstí, 412 01 Litoměřice.
Účel ocenění	Podklad pro rozhodování vlastníka o převodu obchodního závodu.
Datum ocenění	31. prosince 2019
Zadavatel znaleckého posudku	Město Litoměřice sídlem Mírové náměstí 15/7, 412 01 Litoměřice 1
Zhotovitel znaleckého posudku	Grant Thornton Valuations, a.s. znalecký ústav sídlem Jindřišská 937/16, 110 00 Praha 1 IČ 630 79 798 zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 3223
Počet výtisků	Posudek je vyhotoven ve 3 výtiscích a elektronické verzi PDF. Posudek je uložen v elektronické podobě ve znaleckém ústavu.
Posudek obsahuje celkem	39 stran textu včetně titulní strany a příloh ve formátu A4.
Datum a místo zpracování	17. dubna 2020, Praha
ID projektu	5173
Zpracovali	Marek Matula
Kontrola postupu ocenění a závěrů	Přemysl Krch
Odpovědný garant	Přemysl Krch

Obsah

1	Znalecký úkol.....	4
1.1	Zadání znaleckého úkolu	4
1.2	Účel vypracování znaleckého posudku	4
1.3	Datum ocenění	5
1.4	Zadavatel znaleckého posudku.....	5
1.5	Zhotovitel znaleckého posudku	5
1.6	Prohlášení zhotovitele znaleckého posudku	5
1.7	Obecné předpoklady a omezení	5
1.8	Základní zásady aplikované při zpracování posudku	6
1.9	Důvěrnost znaleckého posudku	6
1.10	Platnost a použitelnost znaleckého posudku	7
1.11	Základní vymezení definic a standardů hodnoty.....	7
1.12	Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku.....	11
1.13	Podklady pro zpracování znaleckého posudku.....	11
2	Nález	13
2.1	Historie a základní informace o společnosti.....	13
2.2	Strategická analýza	14
2.2.1	Makroekonomický vývoj ČR.....	14
2.2.2	Analýza relevantního odvětví	16
2.3	Finanční analýza	18
2.4	Metodologie, volba metod a postup ocenění	23
2.4.1	Metodologie ocenění společnosti.....	23
2.4.2	Volba relevantních metod pro ocenění a postup ocenění.....	27
3	Posudek.....	28
3.1	Ocenění obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků	28
3.2	Rekapitulace zadání, výpočet a dosažené závěry	33
3.3	Prohlášení	34
4	Znalecká doložka.....	35
5	Přílohy	36

1 Znalecký úkol

1.1 Zadání znaleckého úkolu

Předmětem tohoto posudku je stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s., IČ 061 99 518, se sídlem Žitenická 2084, Předměstí, 412 01 Litoměřice.

Základní identifikační údaje o společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s.

Název společnosti	Nemocnice Litoměřice, a.s.
Sídlo společnosti	Žitenická 2084, Předměstí, 412 01 Litoměřice
Identifikační číslo	061 99 518
Obchodní rejstřík	Vedený Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 2641
Datum zápisu	19. června 2017
Základní kapitál	117 100 000,- Kč
Akcie	11 710 ks akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč, převoditelnost je podmíněna předchozím souhlasem valné hromady.
Předmět podnikání	- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona; - masérské, rekondiční a regenerační služby; - hostinská činnost; - podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady; - sociální služby poskytované ve zdravotnických zařízeních, ústavní péče; - oprávnění k poskytování zdravotních služeb.
Statutární orgán - představenstvo	Předseda představenstva: Ing. RADEK LONČÁK, MBA, nar. [REDACTED] Členové představenstva: MUDr. JAROSLAV PRŠALA, nar. [REDACTED] Ing. VLADIMÍR KESTŘÁNEK, MBA, nar. [REDACTED]
Způsob jednání	Společnost zastupuje vždy alespoň jeden člen představenstva.
Dozorčí rada	Předseda dozorčí rady: MUDr. LEOŠ VYSOUDIL, MBA, nar. [REDACTED] Členové dozorčí rady: MUDr. MIROSLAV JIRÁNEK, nar. [REDACTED] Jiří SKŘIVÁNEK, nar. [REDACTED] MUDr. PETR PINKA, nar. [REDACTED] MARTIN BUKVÁŘ, nar. [REDACTED] Ing. VLADIMÍR MATYS, nar. [REDACTED]

1.2 Účel vypracování znaleckého posudku

Je nám známo, že tento posudek má sloužit jako podklad pro rozhodování vlastníka o převodu obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. (dále také jen „Společnost“).

1.3 Datum ocenění

Ocenění je provedeno na základě podkladů a informací poskytnutých Zadavatelem a získaných z veřejně dostupných zdrojů, přičemž poslední poskytnuté informace mající vliv na ocenění byly získány s platností k datu 31. 12. 2019. K informacím s platností k pozdějším datům nebylo přihlíženo.

1.4 Zadavatel znaleckého posudku

Zadavatelem znaleckého posudku je Město Litoměřice, sídlem Mírové náměstí 15/7, 412 01 Litoměřice.

1.5 Zhotovitel znaleckého posudku

Zhotovitelem znaleckého posudku je znalecký ústav Grant Thornton Valuations, a.s., IČO: 630 79 798, se sídlem Jindřišská 937/16, Nové Město, 110 00 Praha 1, jmenovaný pro obor ekonomika, odvětví ceny a odhady s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování nemovitostí, oceňování závodů a jejich částí, regulace cen a kalkulace energií, oceňování pohledávek, strojů a zařízení včetně dopravních prostředků, strojů a zařízení, technologických zařízení a celků, zemědělské techniky, nehmotného majetku, zejména patentů, vzorů, ochranných známek a obchodního tajemství, majetkových práv a jiných práv průmyslového vlastnictví, zásob, pohledávek, oceňování cenných papírů a kapitálových účastí včetně oceňování podílů v obchodních společnostech, oceňování nepeněžitých vkladů, jmění pro účely přeměn obchodních společností a družstev, ceny a odhady informačních systémů, výpočetní a zabezpečovací techniky, elektrotechniky, investičních nástrojů, včetně akcií, dluhopisů a derivátů, posuzování v oblasti účetnictví, ekonomiky podniků, financování a řízení peněžního toku, posuzování úvěrové způsobilosti ekonomických subjektů, bankovníctví, peněžnictví a pojišťovnictví, burzovníctví a kolektivní investování, analýza finančních rizik, stanovení reálné hodnoty pro účetní účely a alokace kupní ceny.

1.6 Prohlášení zhotovitele znaleckého posudku

Zhotovitel prohlašuje, že:

- není podjatý ve smyslu ust. § 11 odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, v platném znění;
- nebyla mu přiznána při stanovení výše odměny za provedenou ocenění žádná zvláštní výhoda;
- je znalcem nezávislým na Zadavateli a dalších zúčastněných stranách;
- v současné době, ani v blízké budoucnosti nebude mít prospěch z předmětu ocenění, honoráře ani odměny nezávisí na vypočtených hodnotách ani na závěrech tohoto znaleckého posudku.

Zhotovitel upozorňuje, že znalecký posudek může být použit pouze pro výše uvedený účel. Posudek nesmí být ani jako celek, ani jeho jednotlivé části kopírován nebo rozmnožován pro jiné účely bez předchozího písemného souhlasu znalce. Interpretace a použití výsledku tohoto ocenění souvisí výhradně s účelem jeho zpracování, výsledek ocenění je z metodických důvodů obecně nepřenositelný.

1.7 Obecné předpoklady a omezení

Ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

- Zhotovitel vychází z vlastních databází, obecně dostupných informací a z informací a prohlášení o pravosti a platnosti všech podkladů předložených Zadavatelem. Zhotovitel tudíž neodpovídá zejména za:
 - pravost a platnost vlastnických nebo jiných věcných práv k oceňovaným movitým i nemovitým věcem;

- pravost a platnost práv k cizím věcem a nájemním vztahům k nim, jejichž existence měla nebo mohla mít vliv na provedené tržní ocenění.
- Zhotovitel vychází z toho, že informace získané z podkladů předložených Zadavatelem jsou věrohodné a správné a nejsou tudíž ve všech případech ověřovány z hlediska jejich přesnosti a úplnosti.
- Zhotovitel zpracovává ocenění podle podmínek na trhu v době k datu ocenění a neodpovídá za případné změny tržní situace, ke kterým by došlo po datu ocenění.
- Hodnota v tomto ocenění stanovená respektuje právní předpisy v oblasti cen, financování, účetnictví a daní platné ke dni ocenění.
- Hodnoty v provedeném ocenění stanovené jsou určeny pouze pro Zadavatele ocenění a jsou platné pouze pro uvedený účel. Zhotovitel nenese odpovědnost za použití těchto údajů jinou osobou, případně pro jiný účel.
- Zhotovitel nepodnikal žádná šetření minulých ani současných způsobů použití předmětného majetku a v případě ocenění nemovitostí ani sousedních pozemků za účelem stanovení kontaminace. Hodnota je stanovena za předpokladu, že žádná kontaminace předmětného majetku ani jeho okolí neexistuje.
- Zhotovitel zachovává vůči třetím osobám mlčenlivost o všech skutečnostech, o nichž se při zpracování tohoto ocenění dozvěděl.

Předpokládá se plný soulad se všemi aplikovatelnými zákony a předpisy, pokud by hlubším šetřením nad rámec této expertízy nevyplynuly jiné skutečnosti

1.8 Základní zásady aplikované při zpracování posudku

Při zpracování tohoto posudku Zpracovatel aplikoval základní zásady podporující objektivitu ocenění, nezávislost znalce a transparentnost použitých postupů. Jedná se především o následující zásady:

- dle názoru Zpracovatele ocenění nezávisle, nestranně a komplexně přihlíží ke všem známým relevantním skutečnostem, ke kterým mohlo být při jeho zpracování přihlédnuto (*zásada komplexnosti*);
- ocenění Zpracovatel považuje za úplné, neboť dle jeho mínění obsahuje veškeré náležitosti, které zabezpečují jednoznačně transparentní a plně použitelný výstup (*zásada úplnosti*);
- ocenění je vnitřně konzistentní. Dle názoru Zpracovatele byly při zpracování tohoto posudku použity postupy a metody v souladu s obecnými předpoklady a principy (*zásada vnitřní konzistence*);
- Zpracovatel konstatuje, že není žádným způsobem závislý na výsledku ocenění (*zásada nezávislosti a nestrannosti, viz prohlášení*);
- dle mínění Zpracovatele je ocenění opakovatelné, což znamená, že je kýmkoliv přezkoumatelné. Vzhledem k transparentním a obecně známým postupům může Zadavatel tohoto posudku přezkoumat použitý postup při ocenění (*zásada opakovatelnosti ocenění*);
- v tomto posudku byly důvodně a odůvodněně použity takové metodické postupy, které byly vhodné, přiměřené a plně vyhovující relevantním informacím, které měl Zpracovatel k dispozici (*zásada důvodnosti a odůvodněnosti*);
- zdroje, z nichž bylo čerpáno pro účely tohoto posudku, považuje Zpracovatel za věrohodné (*zásada spolehlivosti*).

1.9 Důvěrnost znaleckého posudku

Veškeré podklady využitě pro předmětný znalecký posudek, postupy zpracování, dílčí propočty a výsledky jsou považovány za důvěrné a z tohoto důvodu nesmí být reprodukovány, zneužívány nebo

využívány ve prospěch třetích osob bez souhlasu Zhotovitele, majitelů a vedení společnosti Zadavatele.

1.10 Platnost a použitelnost znaleckého posudku

Zpracovatel podotýká, že případné odchylky, které mohou v budoucnosti nastat částečně z důvodu určitých nejistot v tuzemském podnikatelském prostředí, celkového rámcového vývoje české ekonomiky a z dalších rizik vztahujících se k předmětu ocenění, si mohou časem vyžádat odpovídající korekce. V případě podstatných změn v ekonomické situaci společnosti nebo zásadních zvratů na trhu může být potřebná aktualizace tohoto posudku.

1.11 Základní vymezení definic a standardů hodnoty

Podle zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů: „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, a to 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 jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku nebo službě, vyplývající z osobního vztahu k nim“.

Podnikem, nově závodem, se rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K závodu náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování závodu nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Závod je věc hromadná.

Obchodním majetkem se rozumí veškerý majetek obchodní společnosti. Obchodním jménem (dále jen "jmění") je soubor jejího veškerého majetku a závazků. Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou. Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.

Od 1. 1. 2014 platí nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb., který vymezuje a definuje změny v pojetí věci a částečně novou terminologii při oceňování majetku. Současně platí i zákon

č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, který používá pro stanovení pojmu věci jinou terminologii. Vzniká zde tak určitý nesoulad a nejednotnost v názvosloví a definování pojmů hlavně vůči jiným zákonům, např. zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, kde se používá původní terminologie, dále v terminologii na veřejných portálech, např. na justice.cz, apod. Z tohoto důvodu může v přechodovém období vzniknout určitý nesoulad v používaném názvosloví a definování pojmů, proto tam, kde je to relevantní se používá původní terminologie a názvosloví.

Následující pojmy jsou ve zpracovaném ocenění použity ve významu uváděném v obecně uznávaných mezinárodních publikovaných metodikách tržního oceňování Mezinárodní organizace pro oceňování (IVSC – International Valuation Standards Committee) a v navazujících publikacích tuzemských autorů.

Tržní úrovně hodnoty - tržní hodnotové báze

Tržní hodnotové báze zahrnují zpravidla tři hodnotové úrovně, kdy nejčastěji užívanou je tzv. tržní hodnota.

Tržní hodnota je výrazem trhem uznané použitelnosti aktiva. Je to odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Tomuto pojmu v podstatě obsahově odpovídá i pojem v současnosti již neužívaný jako byla např. „obecná cena“.

Do tržní hodnotové úrovně patří dále i obvyklá cena, která je však zjištěna statisticky v místě a čase na relevantním trhu. Tuto hodnotovou bázi lze však zjistit pouze tržním porovnáním a u podniků ji prakticky nelze zjistit. Obvyklou cenu lze zpravidla zjistit pouze u zboží s charakterem komodity nebo u zboží, které se charakterem prodeje tomuto typu blíží.

Do tržní hodnotové báze náleží i tzv. objektivizovaná hodnota podniku (užívaná zejména v německých zemích), která v rámci této hodnotové báze představuje pro podnik určité tržní minimum. Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku (srov. IDW S1 2008).

Definice tržní hodnoty dle Standardu 1 IVS 2017¹:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Pojmy v definici tržní hodnoty dle IVS²:

Definice tržní hodnoty dle International Valuation Standards používá následující pojmy:

„...odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacená za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery,

„...by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,

„...k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,

„... mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,

„...ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,

„...při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník-nájemce),

„...po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nejvhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,

„...ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byly k datu ocenění dostatečně informovány o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,

„...a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

Pro následující kategorie hodnoty platí definice tržní hodnoty buď jen omezeně, nebo neplatí vůbec, výsledné hodnoty odpovídající této úrovni nemají obecnou platnost, mají omezenou vypovídací schopnost či platí jen pro zúžený okruh účastníků transakce. Podle tzv. subjektivního oceňovacího principu může výsledek takového ocenění plnit určitou předem definovanou funkci (tzv. Kolínská škola), nejčastěji arbitrážní nebo poradenskou.

Další kategorie hodnoty

Investiční hodnota (investment value) je hodnota aktiva pro stávajícího nebo předpokládaného investora pro jeho individuální investiční nebo provozní cíle. Investiční hodnota je báze hodnoty specifická pro konkrétní subjekt. Tato báze hodnoty odráží užítky plynoucí danému subjektu z držení aktiva, a proto není nutně spojena s předpokladem hypotetické směny aktiva.

¹ International Valuation Standards 2017, str. 18-20.

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

V některých případech může mít podnik pro daného investora investiční hodnotu na úrovni tržní hodnoty podniku, ale obecně může být investiční hodnota vyšší nebo nižší než tržní hodnota daného podniku. Investiční hodnota může obsahovat speciální hodnotu.

Investiční hodnotu lze považovat za synonymum německých pojmů hraniční hodnota a hodnota pro rozhodování.

Speciální hodnota (special value) je částka, která odráží konkrétní vlastnosti aktiva, které mají hodnotu pouze pro speciálního kupujícího. Tato hodnota vzniká, když má aktivum vlastnosti, které jej činí pro konkrétního kupujícího přitažlivějším než pro ostatní kupující na trhu. Tyto vlastnosti mohou zahrnovat fyzické, geografické, ekonomické nebo právní charakteristiky aktiva.

Spravedlivá hodnota (férová hodnota, „fair value“) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran. Tato hodnotová báze reprezentuje cenu, která by byla rozumně odsouhlasena mezi dvěma specifickými stranami při směně majetku. Mezi stranami nemusí existovat propojení a strany mohou vyjednávat nezávisle, ale majetek není nezbytně vystaven na širším trhu a odsouhlasená cena může odrážet specifické výhody (nebo nevýhody) vlastnictví pro zúčastněné strany a nikoli pro trh obecně. Jedná se o širší pojem než tržní hodnota. V některých případech může být spravedlivá hodnota právě na úrovni tržní hodnoty, ale v jiných případech může zahrnovat prvky speciální hodnoty, které se v tržní hodnotě vyskytovat nesmějí. Spravedlivou hodnotu lze považovat za synonymum německého pojmu rozhodčí hodnota a velmi často plní arbitrážní oceňovací funkci.

Jde o netržní úroveň hodnoty, která je platná pouze pro účastníky transakce a je tak většinou obecně nepřenosná. I přes uvedené by však přesto měla být ekonomicky odůvodněná, protože by neměla poškozovat žádného z účastníků transakce anebo by poškovala všechny účastníky stejnou mírou. V Mezinárodních standardech pro oceňování EVS 2000 Evropské skupiny asociací odhadců (The European Group of Valuers' Associations, TEGoVA), je ve Standardu 4 – oceňovací základny definována tzv. „fair value“ (reálná hodnota). Podle definice těchto Mezinárodních standardů je fair value částkou, za kterou by mohl být majetek směněn mezi znalými, nezávislými a koupěchtivými stranami“ tzn., že má jen do určité míry definičně charakter tržní hodnoty. Přesněji množina tržní hodnoty se do určité míry může překrývat s množinou reálné hodnoty. Existuje však definiční rozdíl mezi fair value podle Mezinárodních oceňovacích standardů a Mezinárodních účetních standardů.

Hodnota pokračujícího podniku (going concern value) popisuje situaci, kde je celý podnik převáděn jako funkční jednotka. Alternativní oceňovací scénáře ke „going concern“ by měly zahrnovat převod veškerého majetku jako celku, ale s předpokladem uzavření provozu podniku, nebo převod specifického majetku aktuálně používaného v podniku jako jednotlivé položky.

Likvidační hodnota podniku respektive obchodního majetku společnosti spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že společnost ukončí svoji činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva rozprodána a veškeré závazky společnosti splaceny a to i mimobilanční včetně nákladů na likvidaci.

Likvidační hodnota podniku resp. podnikového majetku může být odhadnuta jak na úrovni netržní (promptní tísňový prodej), tak v úrovni tržní hodnoty, pokud bude probíhat zejména s náležitým marketingovým obdobím – majetková hodnota bude vystavena na trhu nejvhodnějším způsobem, aby se uskutečnil prodej za nejlepší cenu rozumně dosažitelnou.

Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty společnosti – pokud hodnota společnosti vypočtená pomocí ostatních metod je nižší než likvidační hodnota, měla by být za hodnotu společnosti označena hodnota likvidační.

U definice pro hodnotu podniku, je třeba si povšimnout výrazu „očekávané budoucí příjmy“. U většiny podniků předpokládáme při oceňování prakticky neomezené trvání. Příjmy v dlouhém budoucím časovém horizontu lze však pouze odhadovat, nikoliv „objektivně“ určit. Při ocenění jde pak o to, kterou prognózu budeme považovat za věrohodnou. Tato skutečnost nás pak vede k závěru, že hodnota podniku není vlastně nic jiného než určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřená v penězích.

Z uvedeného pak podle našeho názoru plynou následující závěry:

Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik – věci hromadné, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad.

Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.

Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Uvedené náhledy v podstatě odpovídají stanoviskům k základním pojmům, jako jsou hodnota, cena, náklady a trh tak, jak je obsahují mezinárodní oceňovací standardy.

Trh je systém a/nebo místo, kde jsou zboží a služby směňovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Představuje schopnost zboží a/nebo služeb být směňováno mezi kupujícími a prodávajícími bez přílišných omezení jejich činnosti.

Cena je výrazem pro požadovanou, nabízenou, nebo placenou částku za zboží nebo službu. Je to fakt veřejně známý, nebo udržovaný v soukromí. Může, nebo nemusí mít nějaký vztah k hodnotě, která je zboží, nebo službám, připisována jinými a proto je obecným údajem o relativní hodnotě přiřazené zboží nebo službám jednotlivými kupujícími a/nebo prodávajícími v jednotlivých situacích.

Hodnota je ekonomický pojem týkající se peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Na rozdíl od ceny, hodnota není skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase podle konkrétní definice hodnoty. Ekonomická koncepce reálné hodnoty odráží objektivizovaný názor na prospěch plynoucí tomu, kdo vlastní zboží nebo obdrží služby k datu platnosti takto stanovené hodnoty.

Hodnota podniku tedy závisí na budoucím užítku, který můžeme z držení podniku očekávat. Tyto užítky mohou mít na obecné rovině nejrůznější podobu a v zásadě je můžeme rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě bezprostředně vyjádřen není (společenské postavení, moc atd.).

Z praktických důvodů je nutno omezovat se pouze na užitek vyjádřený v penězích. Pokud je předmětem ocenění určitý balík akcií veřejně neobchodovatelných, má na hodnotu tohoto balíku určitý vliv akcionářská struktura emitenta těchto akcií. Čím je akcionářů méně, tím více tento vliv získává na významu, neboť praktické rozhodování a řízení společnosti se více přibližuje praxi uplatňované ve společnostech s ručením omezeným. Z daného důvodu pak nabývá významu, zda jde o akciové balíky majoritní, minoritní nebo zbytkové (do 10 % na ZK), kdy jejich hodnotu nejvíce ovlivňuje faktická ovladatelnost společnosti a zvolená strategie ovládajících osob. Vliv vlastnické struktury je neutrální pouze v případě existence dvou akcionářů (50/50) v rovnocenném postavení, kdy pak hodnotu balíku zásadně ovlivňuje pouze výnosový potenciál společnosti.

Výnosová hodnota („kapitalizovaná míra zisku“, „kapitalizovaný zisk“) představuje takovou jistinu, kterou je nutné při stanovené úrokové sazbě uložit, aby úroky z této jistiny byly stejné jako čistý výnos z podniku, nebo je nutné tuto jistinu investovat na kapitálovém trhu s obdobnou sazbou výnosové míry.

Věcná hodnota („substanční hodnota“, „časová cena“) je reprodukční cena věci, snižená o přiměřené opotřebení, odpovídající průměrně opotřeбенé věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak snižená o náklady na opravu vážných závad, které znemožňují okamžité užívání věci. Obdobou této ceny je podle zákona č. 151/1997 Sb. „cena zjištěná nákladovým způsobem“.

Cena zjištěná („cena administrativní“, „cena úřední“) je cena zjištěná podle cenového předpisu, v současné době podle zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a prováděcí vyhlášky č. 8/2013 Sb. o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb.

Cena pořizovací („cena historická“) je cena, za kterou bylo možno pořídit věc v době jejího pořízení, bez odpočtu opotřebení.

Cena reprodukční („reprodukční pořizovací cena“) je cena, za kterou by bylo možno stejnou nebo porovnatelnou novou věc pořídit v době ocenění, bez odpočtu opotřebení.

Hodnota brutto („obchodní majetek“) vyjadřuje hodnotu podniku jako celku, tzn. jak pro vlastníky, tak i pro věřitele.

Hodnota netto („hodnota jmění“) představuje hodnotu podniku pouze na úrovni vlastníků, tzn. držitelů vlastního kapitálu.

Pro upřesnění je třeba uvést, že podle nové terminologie Zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (NOZ) je od 1. 1. 2014 podnik chápán v témže smyslu jako obchodní závod. Dle § 495 NOZ tvoří jmění osoby souhrn jejího majetku a jejích dluhů a majetkem je souhrn všeho, co osobě patří. Jak uvádí odborná literatura, na podnik je nezbytné z ekonomického pohledu nahlížet jako na funkční celek. Dle § 501 NOZ je podnik hromadná věc, kterou tvoří soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se tedy za celek. Podle § 502 NOZ je obchodním závodem organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu. Základním účelem podniku je dosahování zisku. Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.

Rozdíl mezi hodnotou jmění a vlastním kapitálem:

Vlastní kapitál je postaven na oceňování podle účetních pravidel, kde rozhodující úlohu hrají historické pořizovací ceny. Je to souhrn jednotlivých položek majetku v účetnictví snížený o cizí pasiva. ČOM by měl být postaven na ocenění odpovídající ekonomické realitě, tj. v „reálných“ hodnotách. Je to také souhrn jednotlivých položek majetku v účetnictví snížený o cizí pasiva (v případě likvidace, či pokud lze opravdu ocenit veškeré jeho majetkové složky) nebo na ocenění podniku jako celku (výnosové metody, metody tržního porovnání).

1.12 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku

Tento znalecký posudek obsahuje 39 stran vč. titulní strany a příloh. Znalecký posudek je vypracován v 3 vyhotoveních s platností originálu a v elektronické verzi PDF. Posudek je uložen rovněž v elektronické podobě ve znaleckém ústavu.

1.13 Podklady pro zpracování znaleckého posudku

1.	Auditovaná účetní závěrka Společnosti za účetní rok 2017;
2.	Výroční zprávy Společnosti za účetní rok 2017;
3.	Neauditovaná účetní závěrka Společnosti za účetní rok 2018 ve stavu ze dne 19. 3. 2019
4.	Neauditovaná účetní závěrka Společnosti za účetní rok 2019 ve stavu ze dne 26. 3. 2020
5.	Finanční výkazy příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích za roky 2014 – 2016;
6.	Informace o dlouhodobém a drobném majetku Společnosti k datu ocenění;
7.	Informace o předpokládaných dotacích a investičních výdajích Společnosti v budoucích obdobích;
8.	Informace o vybraných položkách oběžného majetku Společnosti k datu ocenění;
9.	Informace o vybraných položkách výsledovky Společnosti v uplynulých obdobích;
10.	Další doplňující informace ke Společnosti a předmětu ocenění;
11.	Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, v platném znění;
12.	Obecné metody oceňování;
13.	Odborná literatura: M.Mařík, Metody oceňování podniku I a II (pro pokročilé);
14.	Internetové zdroje: www.justice.cz , www.damodaran.com , apod.

Veškeré podklady, které byly předány Zadavatelem, byly přijaty bez dalšího ověřování jako podklady věrně odpovídající skutečné situaci oceňované společnosti.

2 Nález

2.1 Historie a základní informace o společnosti³

Litoměřice, kdysi krajské město, se v dávné historii chovalo ke zdraví svých občanů poměrně skoupě až netečně, jak bylo ve středověku obvyklé i v jiných městech. První špitály, které ve městě vznikly, byly institucemi církevními, byly jen malé pro pár nemocných a to převážně jen takových, o které se nestaral nikdo.

První větší městská nemocnice vznikla v 80. letech 19. století přestavbou jezdeckých kasáren na ústav, kde byl zřízen monoprimariát a byly zde léčení litoměřičtí občané velmi prostými způsoby. Úroveň nemocnice byla nevalná a monoprimariát se zde v podstatě udržel až do doby II. světové války. Během II. světové války byl zabrán sociální ústav (Masarykův ústav) a byla zde zřízena nemocnice pro raněné vojáky.

Teprve po válce vedení města ponechalo Masarykův ústav jako nemocnici a bylo zde vybudováno interní a potom dětské oddělení. Dále ze soukromé vily blíže k městské nemocnici po adaptaci vznikla porodnice. V původní nemocnici bylo zřízeno oddělení chirurgické a gynekologické.

Již po válce ale bylo jasné, že stav nemocnice není odpovídající potřebám moderní medicíny, a proto bylo rozhodnuto, že bude postavena nová nemocnice za Litoměřicemi, směrem k Žitenicím, která bude soustřeďovat péči i prostředky pro celý okres. V roce 1946 byl položen základní kámen za přítomnosti tehdejšího ministra zdravotnictví MUDr. Procházky a ing. arch. Josef Syka vypracoval urbanistickou studii nové nemocnice. Díky politickým událostem v roce 1948 se se stavbou nezačalo a staré nemocnice zůstaly. Přešly na stát a byly začleněny do systému OÚNZ okresu Litoměřice.

Začátkem 70. let, po několika kontrolách Ministerstva zdravotnictví, které uznaly litoměřickou nemocnici jako jednu z nejhorších v celé republice, bylo rozhodnuto, že by měla být postavena nemocnice nová. Projekce byla svěřena Státnímu projekčnímu ústavu a byla vypracována první studie, která byla zmenšeninou nemocnice ve finském Tampere. Jednalo se o 11patrový monoblok, který byl projektován poměrně honosně, ale bohužel se nenašly finanční prostředky ve státním rozpočtu, proto bylo od dalších projektových prací a stavby ustoupeno. Na četné intervence představitelů okresu a ředitelství OÚNZ vláda konečně rozhodla, že by se nemocnice postavit mohla, ale po částech, aby náklady byly rozloženy do několika pětiletých.

Nebyla ale zkušenost, stavba se velice protahovala, takže interní pavilon se stavěl 10 let. Spolu s kuchyní byl otevřen pro pacienty v listopadu 1985. Interna měla celkem 200 lůžek, byla rozdělena do 2 primariátů - interna fungovala pro celý tehdejší litoměřický okres, tedy i pro oblast Roudnice nad Labem – celkově tedy pokryla spádovou oblast pro asi 120 000 obyvatel.

Po dokončení interního pavilonu započala stavba komplementu (t.j. rtg oddělení, centrálních laboratoří, sterilizace, ředitelství nemocnice a jídelny zaměstnanců s některými pomocnými provozy) a pavilonu gynekologie. Tyto budovy byly postaveny během 3 let. Gynekologický pavilon byl opět projektován pro celý okres. V roce 1989 ale politické změny změnily koncepci celkového pohledu na nemocnice a proto nedošlo ke zrušení nemocnice v Roudnici, jak bylo zamýšleno, ale naopak zde bylo znovu otevřeno interní oddělení a gynekologické oddělení zrušeno nebylo. OÚNZ se rozpadl, byla provedena delimitace zařízení a část prostředků, které měly být použity v litoměřické nemocnici, byla převedena do Roudnice. Bylo reálné nebezpečí, že se již nepodaří dokončit stavbu nemocnice - hlavně chirurgického pavilonu, ale rozhodnutím Ministerstva zdravotnictví se podařilo za přispění okresu Litoměřice získat peníze a stavbu chirurgického pavilonu realizovat v letech 1995-1997.

³ Zdroj: <http://www.nemocnice-lt.cz>

Tím byla stavba v podstatě dokončena, z původního projektu se nepodařilo realizovat budovu patologie a hlavně polikliniky. Zde měla být soustředěna veškerá ambulantní péče včetně ordinací všech praktických lékařů, stomatologů, rehabilitace s bazénem, lékárna, centrální evidence, ředitelství nemocnice a další. Dostavba této budovy je v současnosti již nereálná, protože v důsledku privatizací zdravotnictví již není zájem o tyto ordinace a zařízení provozované na centralizované úrovni.



Od 1. 10. 2017 převzal provozování zdravotních služeb nemocnice nový subjekt – Nemocnice Litoměřice, a.s. Tato významná změna byla zejména administrativní povahy. Akciová společnost je ve 100% vlastnictví Města Litoměřice, které je zároveň jediným akcionářem. Akciová společnost poskytuje zdravotní služby ve stejném rozsahu, struktuře a kvalitě, jak tomu bylo v případě příspěvkové organizace. Byla převzata kompletní organizační struktura a všichni zaměstnanci. Zachovány byly i všechny výhody pro zaměstnance nemocnice plynoucí z kolektivní smlouvy.

V návaznosti na převod nemocnice pod akciovou společnost se vedení města dále zabývá budoucím modelem fungování nemocnice. Po zrušeném koncesním řízení je momentálně zvažovaná i varianta prodeje nemocnice strategickému partnerovi, jímž je Krajská zdravotní, a.s., společnost zřízená Ústeckým krajem jako poskytovatel zdravotní péče v krajských nemocnicích.

2.2 Strategická analýza

Strategická analýza tržního potenciálu podniku se zabývá situací podniku k datu ocenění z pohledu jeho vnějšího potenciálu, finančního zdraví a stavu technické a provozní základny. Obecně je potenciál podniku dán skutečnostmi externě nebo interně působícími na generátory jeho hodnoty, mezi které řadíme tržby (výkony), provozní ziskovou marži, provozně nutný pracovní kapitál, investice do provozně nutného investičního majetku, diskontní míru, způsob financování a dobu předpokládané existence podniku.

2.2.1 Makroekonomický vývoj ČR⁴

Oslabování globální ekonomické expanze nadále pokračuje a růst světové ekonomiky by v roce 2019 měl být nejslabší od Velké recese v roce 2009. Projevuje se zde zejména nárůst protekcionismu a eskalace napětí v mezinárodních obchodních vztazích a s nimi spojené nejistoty podnikatelů i spotřebitelů ohledně budoucího ekonomického vývoje. Výrazně se tím rozšiřují rizika směrem dolů.

⁴ Ministerstvo financí ČR, Makroekonomická predikce, listopad 2019

Zpomalení se nevyhnulo ani ekonomikám Evropské unie. Poměrně silná domácí poptávka a situace na trhu práce jsou nadále pozitivními faktory, méně se však daří exportně orientovaným aktivitám. Vývoj v jednotlivých členských zemích byl ve 2. čtvrtletí 2019 různorodý – ekonomiky Spojeného království, Německa a Švédska zaznamenaly malý mezičtvrtletní pokles, italská ekonomika dlouhodobě stagnuje. Na druhé straně se v dobré kondici udržují ekonomiky zemí Visegrádské skupiny.

V případě vystoupení Spojeného království z Evropské unie došlo k dalšímu odložení termínu na 31. ledna 2020. Pokud by však britský parlament upravenou dohodu o vystoupení schválil před tímto datem, mohlo by k odchodu Spojeného království z EU dojít i dříve. I v této oblasti tedy nadále přetrvávala nejistota, jež má nepříznivé ekonomické dopady, navíc umocněná tím, že se v prosinci ve Spojeném království budou konat předčasné parlamentní volby.

Vývoj v české ekonomice ve 2. čtvrtletí 2019 byl oproti očekávání mírně příznivější. Růst reálného hrubého domácího produktu očištěný o sezónní a kalendářní vlivy dosáhl 0,7 % mezičtvrtletně, resp. 2,8 % meziročně.

Spotřeba domácností se zvýšila o 2,6 % díky stále vysoké dynamice růstu objemu mezd a platů a sociálních dávek. Spotřeba sektoru vládních institucí vlivem nárůstu zaměstnanosti i mezispotřeby vzrostla dokonce o 3,4 %.

Růst investic do fixního kapitálu se zpomalil na 0,2 %, a to zejména kvůli poklesu investic soukromých firem. Vysokou, zhruba desetiprocentní, dynamiku si zachovala investiční aktivita sektoru vládních institucí. Z věcného pohledu vzrostly investice do bytové výstavby a produktů duševního vlastnictví, pokles se naopak projevil v investicích do dopravních prostředků a strojů a zařízení.

Na druhé straně pozitivně překvapil výrazně kladný příspěvek zahraničního obchodu. Na straně vývozu se projevila nízká srovnávací základna minulého roku u exportu automobilů, růst dovozu byl brzděn zpomalením domácí poptávky zejména u dovozně vysoce náročných investic.

Vývoj ekonomiky v 1. pololetí 2019 potvrdil odtržení „tvrdých“ dat od vývoje konjunkturálních indikátorů. Statisticky zjišťovaná data např. o stavebnictví, zahraničním obchodu či maloobchodních tržbách vykazují nadále dobré výsledky. Oproti tomu souhrnný indikátor důvěry, který je patrně značně ovlivněn narůstajícími riziky, již od října 2018 naznačuje výrazné zpomalení ekonomické aktivity. K tomu zatím nedošlo, narůstající rizika však nabádají k opatrnosti. Ekonomika by v roce 2019 mohla vzrůst o 2,5 %, v roce 2020 pak vlivem nižší dynamiky domácí poptávky o 2,0 %.

Ekonomický růst by měl být nadále tažen spotřebou domácností, jež by měla odrážet stále silnou mzdovou dynamiku při extrémně nízké míře nezaměstnanosti i razantní zvýšení starobních důchodů. Mírně pozitivně by k růstu měly přispívat investice do fixního kapitálu a spotřeba sektoru vládních institucí. Příspěvek zahraničního obchodu by měl rovněž dosahovat mírně kladných hodnot.

Od počátku roku 2017 se meziroční růst spotřebitelských cen povětšinou pohybuje v horní polovině tolerančního pásma 2% inflačního cíle České národní banky. Zde by měl až na výjimky setrvat i v letech 2019 a 2020, kdy by proinflační efekty růstu jednotkových nákladů práce a kladné produkční mezery měly být umocněny administrativními opatřeními. Predikce průměrné míry inflace v roce 2019 se zvyšuje na 2,8 %, pro rok 2020 potom na 2,6 %.

Ve 2. čtvrtletí 2019 vzrostla zaměstnanost jen o 0,1 %. Nedostatek zaměstnanců je primární bariérou pro další extenzivní růst produkce. Prostor pro další pokles nezaměstnanosti považujeme za vyčerpaný. V souvislosti s postupným zpomalováním ekonomiky by růst poptávky po práci měl slábnout. Nabídka práce by se naproti tomu ve srovnání s poptávkou měla vlivem demografických a strukturálních faktorů zvyšovat rychleji. Míra nezaměstnanosti by tak v roce 2019 mohla dosáhnout 2,0 % a v roce následujícím 2,2 %.

V rámci běžného účtu platební bilance lze v roce 2019 očekávat zvýšení kladného salda bilance zboží v důsledku jednorázového propadu vývozu motorových vozidel v polovině roku 2018, který výrazně snížil srovnávací základnu. V roce 2020 by se v návaznosti na očekávanou dynamiku investic mělo prosadit zpomalení růstu dovozu. Ostatní složky běžného účtu by měly zhruba stagnovat či se jen

nepatrně zlepšovat. Výsledkem by měl být přebytek běžného účtu ve výši 0,9 % HDP v roce 2019 a 1,4 % HDP v roce 2020.

Růst české ekonomiky se promítá i do hospodaření sektoru vládních institucí, které by mělo v roce 2019 skončit přebytkem ve výši 0,3 % HDP. V roce 2020 se očekává přebytek 0,1 % HDP, který je výsledkem zvolňujícího tempa příjmů a zvýšení výdajů především v sociální oblasti. U dluhu sektoru vládních institucí očekáváme další pokles jeho relativní výše až na úroveň 30,6 % HDP na konci roku 2020.

Přehled hlavních ukazatelů								
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
		Aktuální predikce						
Nominální hrubý domácí produkt	<i>ml. Kč, b.c.</i>	4 314	4 596	4 768	5 047	5 329	5 645	5 894
	<i>růst v %, b.c.</i>	5,3	6,5	3,7	5,9	5,6	5,9	4,4
Reálný hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	2,7	5,3	2,5	4,4	3,0	2,5	2,0
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	1,8	3,7	3,6	4,3	3,4	2,7	2,4
Spotřeba vládních institucí	<i>růst v %, s.c.</i>	1,1	1,9	2,7	1,3	3,9	3,0	1,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	3,9	10,2	-3,1	3,7	7,2	0,9	0,7
Příspěvek čistých vývozů k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-0,5	-0,2	1,4	1,1	-0,8	0,4	0,3
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,1	0,8	-0,4	0,1	-0,4	0,0	0,0
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	2,5	1,2	1,3	1,4	2,5	3,3	2,4
Míra inflace spotřebitelských cen	<i>průměr v %</i>	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	2,6
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4	0,3	0,1
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	6,1	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0	2,2
Objem mezd a platů (dom. koncept)	<i>růst v %, b.c.</i>	3,6	4,8	5,7	8,3	9,5	7,4	5,9
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3	0,9	1,4
Saldo sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	-2,1	-0,6	0,7	1,6	1,1	0,3	0,1
<i>Předpoklady:</i>								
Měnový kurz CZK/EUR		27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	25,5
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	1,6	0,6	0,4	1,0	2,0	1,5	1,2
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	99	52	44	54	71	64	59
HDP eurozóny	<i>růst v %, s.c.</i>	1,4	2,0	1,9	2,7	1,9	1,0	0,7

Na základě uvedené analýzy jsme neidentifikovali žádné faktory, které by v současné době nebo nejbližší budoucnosti měly významným způsobem ovlivnit a změnit makroekonomické prostředí, ve kterém se společnost Nemocnice Litoměřice, a.s. pohybuje a ve kterém podniká.

2.2.2 Analýza relevantního odvětví⁵

Nemocnice Litoměřice, a.s. je poskytovatelem základních zdravotnických služeb. Vzhledem k výši částek, které jsou do této oblasti směřovány z veřejných i soukromých zdrojů a v ní dále transformovány a přerozdělovány, se zdravotnictví řadí mezi nejvýznamnější odvětví ekonomiky. Zdravotnictví se řadí z pohledu členění ekonomických sektorů do oblasti služeb.

Celkový rozsah odvětví lze vymezit pomocí systému zdravotnických účtů, což je nástroj, který slouží ke komplexnímu vyjádření veškerých výdajů na zdravotní péči. Jeho hlavním rysem je vícerozměrnost členění výdajů. Postup implementace zdravotnických účtů v České republice se zaměřil převážně na vyhledávání administrativních záznamů přímo u hlavních zdrojů financování zdravotních služeb, jako jsou zdravotní pojišťovny, domácnosti a veřejné rozpočty.

Mezinárodní manuál SHA 2011 k zdravotnickým účtům definuje tři základní **zdroje financování** zdravotní péče, a to:

⁵ Zdroj: www.czso.cz, www.pnsp.cz, www.kzcr.eu

- veřejné zdroje,
- soukromé zdroje bez přímých plateb domácností,
- přímé platby domácností.

Do prvně jmenované skupiny – veřejné zdroje – patří především finanční prostředky získané v rámci **povinného zdravotního pojištění** a dále prostředky z veřejných rozpočtů, které zahrnují jak finanční zdroje získané na zdravotní péči přímo ze **státního rozpočtu** - nejčastěji z kapitoly MZ ČR a MPSV, tak zdroje místních rozpočtů, kam patří především zdroje získané na zdravotní péči z **krajských rozpočtů**.

Do soukromých zdrojů (bez přímých plateb domácností) jsou zahrnuty **dobrovolné platby** na zdravotní péči **neziskových institucí**, **soukromé zdravotní pojištění** a **závodní (podniková) preventivní péče**.

Přímé platby domácností zahrnují **přímé výdaje příjemců zdravotní péče (pacientů)** nebo jejich případnou **spoluúčast**.

Poslední analýza výdajů na zdravotnictví podle zdrojů financování, kterou vydal Český statistický úřad v roce 2019, popisuje období do roku 2017.

Výdaje na zdravotní péči v Česku podle zdrojů financování, 2010 a 2013 až 2017 byly dle této analýzy následující:

Ukazatel (mil. Kč)	2010	2013	2014	2015	2016	2017	Index 2017/2016
Veřejné zdroje celkem	282 166	292 053	291 572	293 359	300 210	322 033	107,3
veřejné zdravotní pojištění	231 889	238 354	234 602	234 460	237 700	252 169	106,1
státní rozpočet	45 187	47 499	50 721	52 622	55 895	62 090	111,1
krajské a obecní rozpočty	5 091	6 200	6 250	6 277	6 614	7 774	117,5
Soukromé zdroje celkem							
(bez přímých plateb domácností)	9 217	9 202	10 668	9 322	10 222	11 303	110,6
soukromé zdravotní pojištění	427	475	537	478	484	539	111,4
neziskové instituce	7 888	7 726	7 757	7 929	8 479	8 995	106,1
podniky - závodní preventivní péče	901	1001	2374	915	1259	1769	140,5
Přímé platby domácností¹⁾	42 705	43 465	46 490	49 358	51 215	54 051	105,5
Výdaje na zdravotní péči celkem	334 888	344 720	348 730	352 039	361 647	387 388	107,1

Největší zdroj financování tvořily v letech 2010 - 2017 zdravotní pojišťovny, které v roce 2017 pokrývaly 65 % veškerých zdravotnických výdajů. Druhým zdrojem financování zdravotních služeb byl státní rozpočet se 16 % a přímé platby domácností, které činily 14 % veškerých zdravotnických výdajů. Z veřejného rozpočtu je financováno především pojistné za veřejné zdravotní pojištění za neproduktivní skupiny obyvatel a účelové provozní transfery dotačního titulu. Platby soukromého sektoru tvořily výdaje za léky, nadstandardní služby u lékařů (zejména u stomatologů), lázeňské pobyty a v neposlední řadě i různá potvrzení především u praktických lékařů. Existují i další zdroje financování, které však mají momentálně zanedbatelný význam a v souhrnu tvoří přibližně 5 % celkových výdajů na zdravotnictví. Těmito zdroji jsou především místní rozpočty a neziskové organizace (např. Český červený kříž aj.). Úloha státního a místních rozpočtů (veřejných rozpočtů) dále spočívá především ve financování specifických činností, které nejsou hrazeny z veřejného zdravotního pojištění. Jedná se zejména o výdaje na zdravotnický výzkum a vývoj, vzdělávání zdravotnických pracovníků, preventivní a osvětové programy a kampaně, činnost hygienických stanic, částečně výdaje na investiční projekty a přímé dotace zdravotnickým zařízením zřizovaným ministerstvem, kraji, městy a obcemi.

V období let 2010 - 2017 v propočtu dle nové metodiky zdravotnických účtů stouply celkové výdaje na zdravotní péči z 334,1 mld. Kč v roce 2010 na 387,4 mld. Kč v roce 2017.

Z dosažených výsledků za rok 2017 je patrné, že celkové výdaje na zdravotnictví v České republice zůstávají v relativně stabilní výši. Poměr veřejných zdrojů je udržován ve stabilní výši se snahou o dosažení alespoň částečných úspor uvnitř systému.

V další tabulce uvádíme vývoj průměrné hrubé měsíční mzdy v odvětví Zdravotnictví a sociální péče dle CZ-NACE za roky 2010 – 2018 a porovnání s průměrnou mírou inflace. Z tabulky je patrné, že

nárůst průměrné měsíční mzdy v uplynulých letech míru inflace převyšoval. (Údaj za rok 2018 je předběžný).

Průměrná hrubá měsíční mzda (odvětví CZ-NACE) v tis. Kč/měs.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zdravotní a sociální péče	23 595	24 681	25 080	25 134	25 774	26 971	28 289	30 931	33 538
Nárůst		4,6%	1,6%	0,2%	2,5%	4,6%	4,9%	9,3%	8,4%
Průměrná míra inflace		1,9%	3,3%	1,4%	0,4%	0,3%	0,7%	2,4%	2,1%

V posledních obdobích dochází postupně k prohlubování personálních problémů, souvisejících především s nedostatkem kvalifikovaných lékařů a personálu. Administrativní překážky často komplikují nebo omezují možnost vzdělávání zahraničních lékařů a nábor zaměstnanců ze zahraničních trhů práce.

Ze zařízení, působících v Ústeckém kraji v oblasti poskytování zdravotní péče, je třeba jmenovat zejména společnost Krajská zdravotní, a.s. Společnost Krajská zdravotní, a.s. vznikla 1. září 2007 transformací pěti nemocnic do jednoho celku. O vytvoření této zastřešující společnosti rozhodlo Zastupitelstvo Ústeckého kraje. Realizaci a způsob naplnění tohoto rozhodnutí přeneslo zastupitelstvo na Radu Ústeckého kraje, která tak zahájila vlastní transformační proces, vrcholící založením společnosti Krajská zdravotní, a.s.

Pět největších nemocnic, spadajících do té doby, coby samostatné subjekty, pod kompetenci Krajského úřadu Ústeckého kraje, se tak z příspěvkových organizací stalo odštěpnými závody nově založené Krajské zdravotní, a.s. Konkrétně se jedná o Nemocnici Děčín, Masarykovu nemocnici v Ústí nad Labem, Nemocnici Teplice, Nemocnici Most a Nemocnici Chomutov.

S ohledem na geografické rozmístění v regionu tvoří nemocnice jednu páteřní síť zdravotnických zařízení pro celý Ústecký kraj.

Společnost Krajská zdravotní, a.s. je se svými více než sedmi tisíci zaměstnanci jedním z největších poskytovatelů zdravotní péče v České republice a jedním z největších zaměstnavatelů v Ústeckém kraji.

Dalším významným poskytovatelem zdravotní péče v Ústeckém kraji je společnost Podřipská nemocnice s poliklinikou Roudnice n. L. s.r.o. V roce 1997 byla bezúplatně převedena z Fondu národního majetku na město Roudnice nad Labem, které ji začalo samo provozovat. V současné době je společnost v rukou soukromých vlastníků.

V následující tabulce uvádíme přehled vývoje tržeb těchto dvou společností za roky 2010 – 2018.

tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Krajská zdravotní, a.s.	5 343 564	5 166 586	5 360 437	5 080 123	5 534 713	5 849 716	6 204 272	6 760 017	7 337 448
Podřipská nemocnice s poliklinikou Roudnice n. L. s.r.o.	277 483	278 209	268 131	241 385	280 842	298 733	304 285	317 749	n.a.

Z dalších zdravotnických zařízení v Ústeckém kraji lze jmenovat například: EUC klinika Ústí nad Labem s.r.o., Nemocnice Žatec, o.p.s., Poliklinika Jirkov, s.r.o., Lužická nemocnice a poliklinika, a.s., Městská nemocnice Duchcov, Nemocnice Louny, a.s., a další. Jejich velikost a význam je však nižší.

Z pohledu oceňované společnosti lze proto ve středně až dlouhodobém horizontu očekávat mírně rostoucí objemy financování zdravotnického sektoru. Ohrožujícím faktorem může být personální oblast. Prostředí ve zdravotnickém odvětví by však dle našeho názoru nemělo v budoucnu znamenat pro Společnost zásadní ohrožení či překážku v provozování její činnosti.

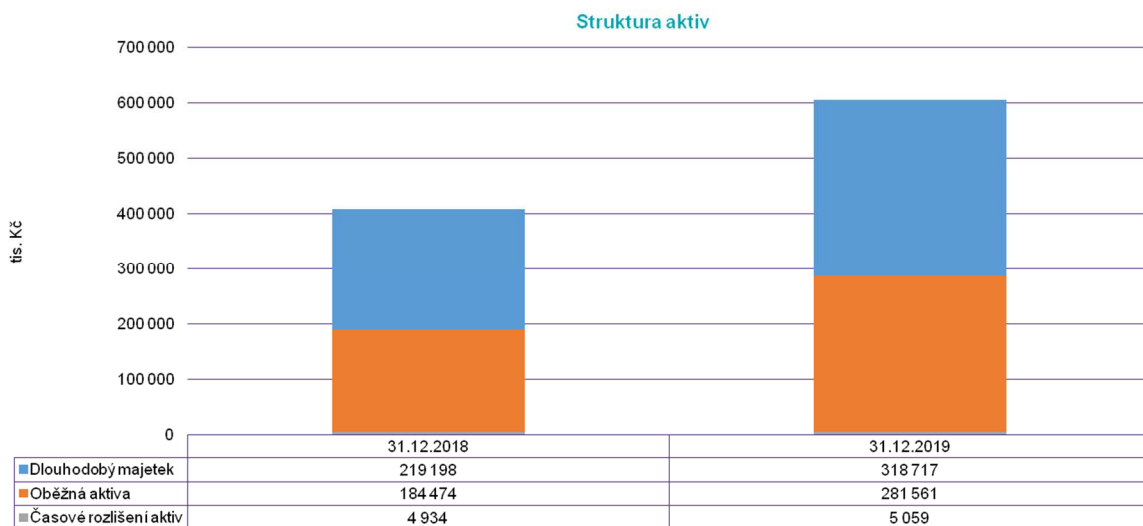
2.3 Finanční analýza

Finanční analýza se věnuje analýze účetních výkazů a analýze základních finančních ukazatelů společnosti. Za použití fundamentální analýzy jsou prezentovány všeobecné závěry o hlavních trendech ve výnosové schopnosti podniku, struktuře jeho aktiv a pasiv a celkové finanční situaci. Analýza stavu majetků a zdrojů jeho financování bude základem pro použití v projekci budoucích peněžních toků a bude sloužit k posouzení předpokladu nekonečného trvání.

V našem případě byly za celé účetní roky za společnost Nemocnice Litoměřice, a.s. k dispozici pouze informace za období 2018 a 2019. Důvodem bylo zahájení činnosti společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. k 1. 10. 2017. Analýza rozvah a výkazů zisku a ztrát byla proto na základě těchto limitovaných informací provedena v omezeném rozsahu, analýzu poměrových ukazatelů jsme vzhledem k omezenému rozsahu informací neprováděli.

2.3.1.1 Analýza rozvahy

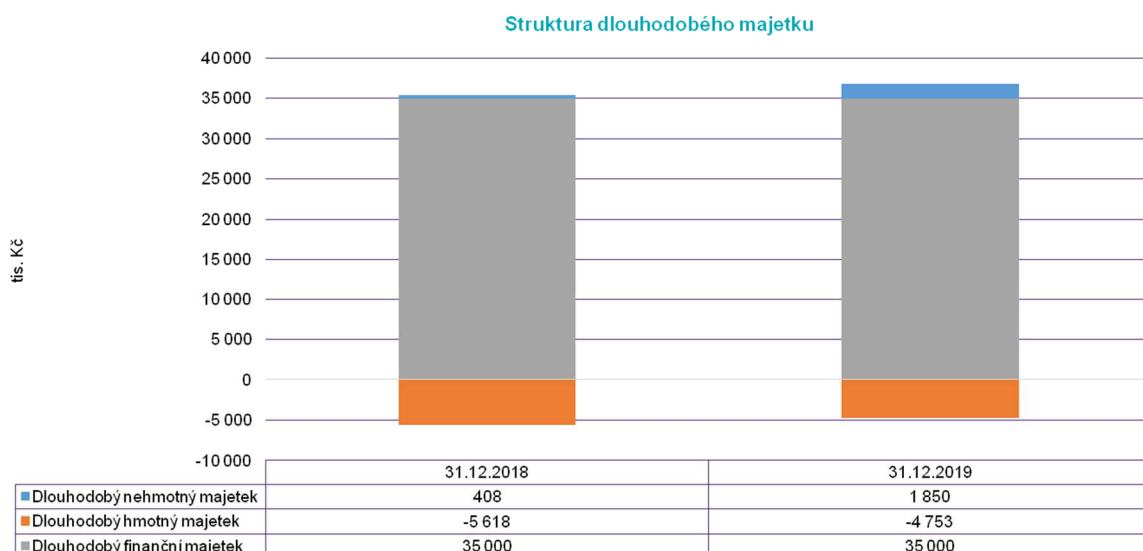
Ve sledovaném období bilanční suma společnosti vzrostla z 219 198 tis. Kč na konci roku 2018 na 318 717 tis. Kč k datu ocenění.



Dlouhodobým majetkem se rozumí zpravidla takový majetek, kde doba použitelnosti přesahuje jeden rok. Jedná se o dlouhodobá (stálá, fixní) aktiva, která předávají svou hodnotu do hodnoty vyráběné produkce postupně. Tento dlouhodobý majetek se nespotřebovává najednou, ale opotřebovává se postupně během doby své životnosti a poskytuje tedy ekonomický prospěch dlouhodobě.

Dlouhodobá aktiva společnosti k datu ocenění byla evidována ve výši 32 097 tis. Kč, což představovalo 10,1 % aktiv. Dlouhodobý hmotný majetek přitom dosahoval záporné zůstatkové účetní hodnoty -4 753 tis. Kč. Důvodem je zahrnutí záporného oceňovacího rozdílu k nabytému majetku v zůstatkové účetní hodnotě -99 555 tis. Kč, který byl do účetnictví zaúčtován v souvislosti s koupí obchodního závodu k datu 1. 10. 2017. Největší položkou dlouhodobého majetku k datu ocenění byl majetek movitý v účetní zůstatkové hodnotě 78 249 tis. Kč.

Společnost evidovala ve své rozvaze k datu ocenění finanční investice v účetní zůstatkové hodnotě 35 000 tis. Kč. Jednalo se o dlouhodobé úložky na bankovních účtech.



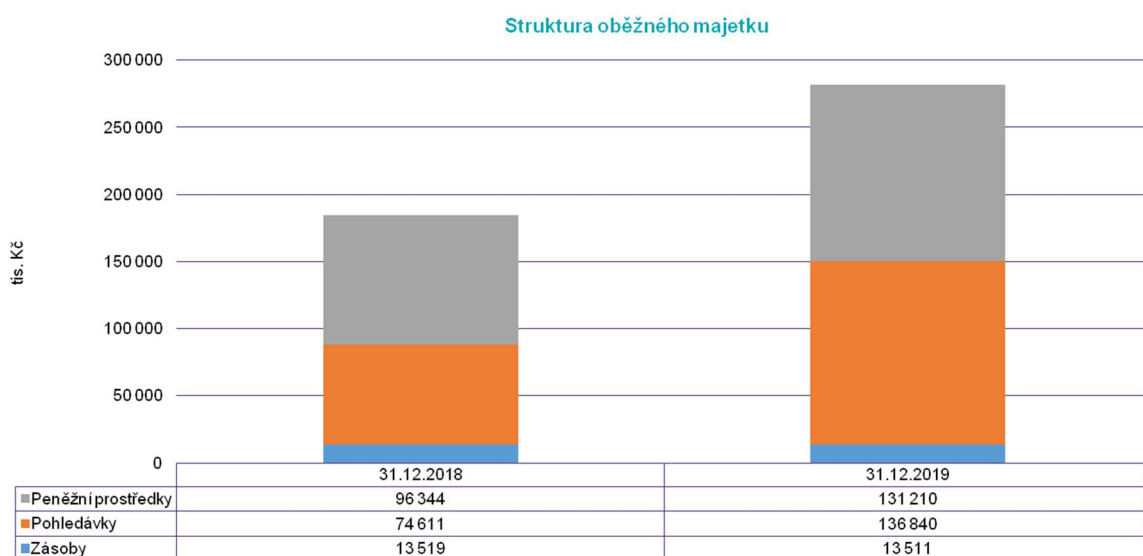
Za oběžná aktiva se považuje krátkodobý majetek (majetek s krátkodobým reprodukčním cyklem), do něhož se zpravidla zahrnují zásoby, pohledávky a krátkodobý finanční majetek. Krátkodobý majetek je charakteristický zejména svou délkou použitelnosti, která není vyšší než 1 rok, a taktéž i svou jednorázovou spotřebou.

Oběžný majetek byl k datu ocenění evidován v rozvaze společnosti v účetní zůstatkové hodnotě 281 561 tis. Kč a tvořil 88,3 % bilanční sumy. K datu 31. 12. 2018 činila účetní zůstatková hodnota oběžného majetku 184 474 tis. Kč.

Účetní zůstatková hodnota zásob se ve sledovaném období téměř nezměnila – 13 519 tis. Kč na konci roku 2018 a 13 511 tis. Kč na konci roku 2019.

Účetní zůstatková hodnota pohledávek společnosti se ve sledovaném období naopak výrazně zvýšila, a to ze 74 611 tis. Kč na konci roku 2018 na 136 840 tis. Kč na konci roku 2019.

Účetní zůstatková hodnota finančních prostředků společnosti se rovněž zvýšila z 96 344 tis. Kč na konci roku 2018 na 131 210 tis. Kč na konci roku 2019.

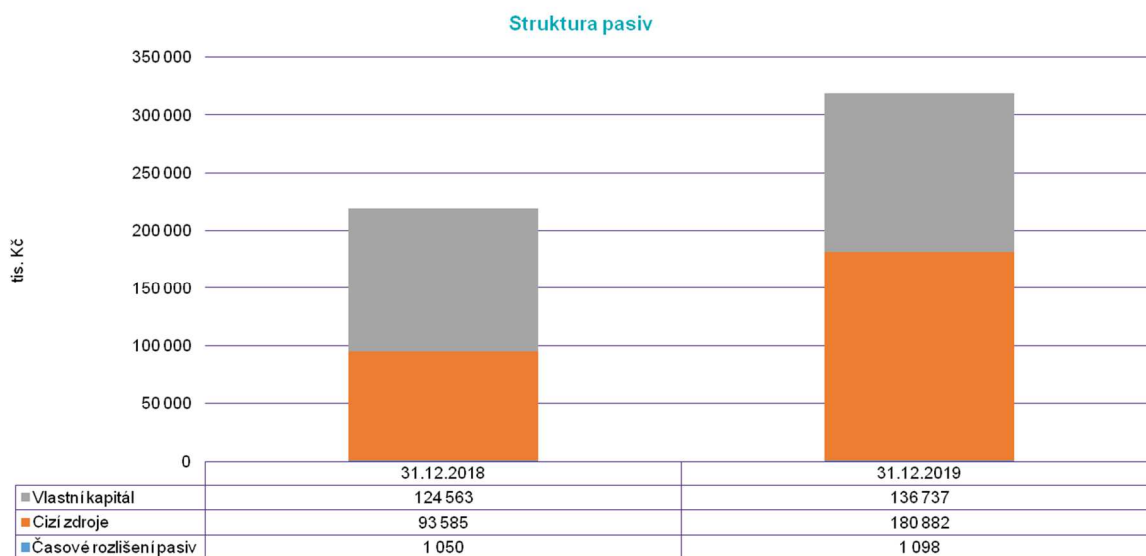


Položky časového rozlišení byly vykazovány v nevýznamné hodnotě a tvořily k datu ocenění pouze 1,6 % bilanční sumy.

Pasiva společnosti tvořil během sledovaného období zhruba z 50 % vlastní kapitál. Jeho podíl na celkových pasivech se snížil z 56,8 % na konci roku 2018 na 42,9 % na konci roku 2019. Základní kapitál byl po sledované období evidován ve stabilní výši 117 100 tis. Kč (36,7 % pasiv k datu ocenění). Kumulované výsledky hospodaření se zvýšily ze 7 463 tis. Kč na konci roku 2018 na 19 637 tis. Kč na konci roku 2019.

Cizí zdroje byly dále tvořeny dlouhodobými závazky v hodnotě 1 562 tis. Kč. Jednalo se o odložený daňový závazek. Hodnota krátkodobých závazků vzrostla z 92 128 tis. Kč na konci roku 2018 na 179 320 tis. Kč na konci roku 2019. Největší položku krátkodobých závazků k datu ocenění tvořily daňové závazky a dotace v účetní hodnotě 95 784 tis. Kč, dále obchodní závazky 38 554 tis. Kč a závazky ze sociálního a zdravotního pojištění 15 735 tis. Kč. Cizí zdroje tak k datu ocenění tvořily 56,8 % pasiv.

Podíl ostatních pasiv na celkových byl zanedbatelný a dosáhl k datu ocenění pouze 0,3 %.



V následující tabulce je uvedena srovnávací analýza rozvahy společnosti za období let 2018 – 2019.

SROVNÁVACÍ ANALÝZA ROZVAHY

tis. Kč	31.12.2018	% bilanční sumy	31.12.2019	% bilanční sumy
AKTIVA CELKEM	219 198	100,0%	318 717	100,0%
Dlouhodobý majetek	29 790	13,6%	32 097	10,1%
Dlouhodobý nehmotný majetek	408	0,2%	1 850	0,6%
Dlouhodobý hmotný majetek	-5 618	-2,6%	-4 753	-1,5%
Dlouhodobý finanční majetek	35 000	16,0%	35 000	11,0%
Oběžná aktiva	184 474	84,2%	281 561	88,3%
Zásoby	13 519	6,2%	13 511	4,2%
Pohledávky	74 611	34,0%	136 840	42,9%
Peněžní prostředky	96 344	44,0%	131 210	41,2%
Časové rozlišení aktiv	4 934	2,3%	5 059	1,6%
PASIVA CELKEM	219 198	100,0%	318 717	100,0%
Vlastní kapitál	124 563	56,8%	136 737	42,9%
Základní kapitál	117 100	53,4%	117 100	36,7%
Výsledek hospodaření minulých let	2 104	1,0%	8 020	2,5%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	5 359	2,4%	11 617	3,6%
Cizí zdroje	93 585	42,7%	180 882	56,8%
Závazky	93 585	42,7%	180 882	56,8%
Dlouhodobé závazky	1 457	0,7%	1 562	0,5%
Krátkodobé závazky	92 128	42,0%	179 320	56,3%
Časové rozlišení pasiv	1 050	0,5%	1 098	0,3%

2.3.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Vzhledem ke skutečnosti, že v roce 2017 společnost prováděla svoji činnost pouze č měsíce, není možné provést meziroční srovnání vývoje jednotlivých položek Výkazu zisků a ztrát. Proto se omezíme pouze na popis hodnot položek v letech 2018 a 2019, kdy společnost provozovala svoji činnost po celých 12 měsících.

Provozní příjmy společnosti v roce 2018 dosáhly hodnoty 788 349 tis. Kč, v roce 2019 vzrostly na 852 782 tis. Kč. Jednalo se především o tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb ve výši 759 640 tis. Kč.

Celkové provozní náklady bez odpisů dosáhly v roce 2019 hodnoty 822 628 tis. Kč, což je 96,5 % provozních příjmů, a vzrostly z hodnoty 766 318 tis. Kč v roce 2018. Největší položkou provozních nákladů byly v roce 2019 náklady osobní, které činily 546 632 tis. Kč a představovaly tak 64,1 % provozních výnosů. Odpisy dlouhodobého majetku dosáhly v roce 2019 17 253 tis. Kč. Provozní zisk společnosti tak dosáhl v roce 2019 hodnoty 13 020 tis. Kč.

Výsledek z finančních operací dosáhl v roce 2018 hodnoty 840 tis. Kč a v roce 2019 hodnoty 834 tis. Kč, výsledný zisk po zdanění za rok 2019 činil 11 617 tis. Kč.

V následující tabulce jsou uvedeny jednotlivé položky Výkazu zisků a ztrát za roky 2018 a celý rok 2019.

SROVNÁVACÍ ANALÝZA VÝKAZŮ ZISKŮ A ZTRÁT

tis. Kč	31.12.2018	% příjmů	31.12.2019	% příjmů
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	700 443	88,8%	759 640	89,1%
% změna	0,0%		8,5%	
Tržby za prodej zboží	59 072	7,5%	62 409	7,3%
Jiné provozní výnosy	28 834	3,7%	30 733	3,6%
PROVOZNÍ PŘÍJMY CELKEM	788 349	100,0%	852 782	100,0%
% změna	0,0%		8,2%	
Náklady vynaložené na prodané zboží	47 897	6,1%	50 183	5,9%
Spotřeba materiálu a energie	142 951	18,1%	158 669	18,6%
Služby	54 839	7,0%	60 541	7,1%
Osobní náklady	514 254	65,2%	546 632	64,1%
Daně a poplatky v provozní oblasti	107,2	0,0%	63	0,0%
Jiné provozní náklady	6 270	0,8%	6 540	0,8%
CELKOVÉ PROVOZNÍ NÁKLADY bez odpisů	766 318	97,2%	822 628	96,5%
% změna	0,0%		7,3%	
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	100	0,0%	0	0,0%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	61	0,0%	0	0,0%
Saldo	39	0,0%	0	0,0%
Tržby z prodaného materiálu	0	0,0%	3	0,0%
Zůstatková cena prodaného materiálu	0	0,0%	0	0,0%
Saldo	0	0,0%	3	0,0%
PROV. ZISK před odpisy a zdaněním	22 070	2,8%	30 157	3,5%
% změna	0,0%		36,6%	
Odpisy dlouhodobého nehmot. a hmot. majetku	17 345	2,2%	17 253	2,0%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	525	0,1%	-116	0,0%
PROVOZNÍ ZISK	4 199	0,5%	13 020	1,5%
% změna	0,0%		210,1%	
Výnosové úroky a podobné výnosy	39	0,0%	60	0,0%
Ostatní finanční výnosy	801	0,1%	787	0,1%
Ostatní finanční náklady	0	0,0%	13	0,0%
Saldo	801	0,1%	774	0,1%
ZISK Z FINANČNÍCH AKTIVIT	840	0,1%	834	0,1%
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	5 039	0,6%	13 854	1,6%
DAŇ ZE ZISKU	-320	0,0%	2 237	0,3%
ZISK PO ZDANĚNÍ	5 359	0,7%	11 617	1,4%

2.4 Metodologie, volba metod a postup ocenění

2.4.1 Metodologie ocenění společnosti

Současná teorie i praxe v oceňování společností používá řadu metod, které lze začlenit do několika základních principů. Protože v obecné rovině budou pro odhad ceny obchodních podílů či akcií aplikovány fundamentální metody, bude jejich základem ocenění podniku potažmo základem pro odhad hodnoty podniku úroveň tržní hodnoty. Pro odhad hodnoty čistého obchodního majetku, resp. majetku lze použít více různých metod, jež lze rozdělit do skupin podle toho, k čemu se přihlíží nejvíce:

- metody založené na analýze výnosů
- metody založené na analýze majetku
- metody založené na analýze trhu
- metody kombinované

Existuje mnoho možných způsobů výpočtů podle výše uvedených metod, vždy je však nutné:

- aby pro odhad tržní hodnoty byly v maximálně možné míře objektivizované vstupní parametry,
- aby byly navzájem konzistentní s účelem ocenění i jemu odpovídající volbou úrovně hodnoty,
- aby se v rámci objektivizace postupovalo s předpokladem nejlepšího možného a právně přípustného využití.

2.4.1.1 Metody založené na analýze výnosů

Tvoří-li hodnotu oceňovaného majetku především výnosy a užitky z něj plynoucí, pak je na místě použít metody založené na analýze výnosů. V rámci této skupiny lze rozlišit několik metod, z nichž každá je vhodná pro podnik v určité fázi životního cyklu, resp. pro podnik jiného typu.

Ve fázi, kdy existuje záměr anebo podnik již funguje, ale nelze ještě alespoň přibližně odhadnout budoucí růst poptávky po jeho výrobcích či službách, cenu, za kterou tyto výrobky či služby bude prodávat nebo oboje, se používá tzv. **metody reálných opcí**. Je-li podnik ve fázi zralosti, poklesu anebo naopak růstu, lze využít **metody diskontovaných peněžních toků** (DCF). Podstata této metody spočívá v odúročení očekávaných peněžních toků na současnou hodnotu zvolenou diskontní mírou. Očekávané peněžní toky jsou zjišťovány jako tzv. volné peněžní toky (pro akcionáře a věřitele nebo pouze pro akcionáře), které lze odebrat z podniku při zachování jeho potenciálu, s nímž se počítá ve finančním plánu. Metoda diskontovaných peněžních toků se používá zpravidla dvoufázově. V první fázi se provede explicitní odhad vývoje hospodaření a sestaví finanční plán, který je podkladem pro zjištění volných peněžních toků. Ve druhé fázi se pak předpokládá stabilizace hospodaření oceňovaného podniku a odhadne se očekávané dlouhodobé tempo růstu peněžního toku, ideálně v nekonečném časovém horizontu – postup s tzv. pokračující hodnotou nebo se provede odhad čistého likvidačního zůstatku na konci předpokládaného ukončení provozování podniku v případě, kdy není splněn předpoklad jeho nekonečného trvání. Peněžní toky takto zjištěné jsou odúročeny (diskontovány) odhadnutou úrokovou mírou, která zahrnuje bezrizikový výnos a rizikovou přírážku, zohledňující nestabilitu peněžních toků.

Další skupinou výnosových metod jsou **metody založené na analýze zisku**. Mohou být používány v analytické podobě (tj. opět je sestaven v 1. fázi finanční plán a poté odhadnuta hodnota 2. fáze) nebo v paušální podobě, kdy se vychází z hospodaření několika posledních let a předpokládá se, že zisk a provozní charakteristiky jsou již stabilizované.

Výnosové modely DCF patří v současnosti k modelům, které mají v tržním oceňování fungujících podniků největší užití. Těchto modelů existuje velké množství. Jejich společným znakem je, že hodnotu podniku odvozují od očekávaných výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na

současnou hodnotu. Základem stanovení hodnoty podniku je tedy budoucí peněžní tok, který bude společnost generovat.

Tento princip vychází z poznatku, že hodnota společnosti je určena očekávaným užitekem pro její věřitelé. Tyto metody jsou založeny na koncepci „časové hodnoty peněz a relativního rizika investice“. Nejznámějšími a nejpoužívanějšími výnosovými metodami jsou metody kapitalizace zisku a metody diskontovaného cash flow (entity a equity). Mezi moderní metody tohoto typu patří metoda EVA (economic value added).

Za teoreticky nejčistší z výnosových metod je považována metoda diskontovaných peněžních toků (dále DCF), která je založena na zjišťování současné hodnoty očekávaného peněžního toku plynoucího ze společnosti diskontováním určitou diskontní sazbou odrážející riziko spojené s tímto peněžním tokem. Tímto očekávaným peněžním tokem se nerozumí účetní cash flow, nýbrž tzv. volné cash flow (FCF).

Ocenění akcií společnosti je v tomto případě odvozeno od ocenění vlastního kapitálu společnosti, které je založeno na metodě **diskontovaných budoucích peněžních toků** (DCFF – Discounted Cash flow to Firm) používající volný peněžní tok, který je k dispozici pro investory do podniku.

Metodologie diskontovaných peněžních toků zakládá ocenění na projektovaných peněžních tocích ve dvou fázích, které jsou převedeny na jejich současnou hodnotu pomocí takové diskontní sazby, která odráží inherentní riziko spojené s těmito peněžními toky. Matematický výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků je následující:

$$NPV = \sum_{i=1}^N \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{R}{(1+r)^n}$$

kde:

C_i	cash flow projektované od prvního roku plánu do posledního roku plánu
r	náklady kapitálu neboli diskontní sazba
R	residuální (zbytková) neboli terminální hodnota, která je hodnotou podniku na konci projektovaného období
i	jeden každý rok prognózy do celkového počtu N

Terminální hodnota R je počítána samostatně a reflektuje hodnotu peněžních toků v časovém horizontu po období, pro které nebyla vypracována podrobná projekce. Ačkoliv tato hodnota může být vypočítána podle různých metod, nejčastěji je s ohledem na princip nekonečného trvání podniku („going concern princip“) používána metoda používající normalizované peněžní toky v nekonečně dlouhém časovém horizontu s použitím konstantní míry růstu dle Gordonova vzorce:

$$R = \frac{C * (1 + g)}{r - g}$$

kde:

C	normalizovaný peněžní tok pro nekonečně dlouhý časový horizont
r	náklady kapitálu neboli diskontní sazba
g	míra růstu normalizovaného peněžního toku

Tímto přístupem se oceňuje podnik jako celek ve vztahu ke všem finančním zdrojům, které podnik používá, tj. vlastnímu kapitálu a cizím zdrojům. Proto se v tomto přístupu používají tzv. volné peněžní toky, tj. toky před zahrnutím vlivu peněžních toků týkajících se jeho financování, které jsou následně diskontovány sazbou nákladů na vlastní kapitál (N_{VK}).

Diskontováním těchto peněžních toků získáme tržní hodnotu vlastního kapitálu.

Od výsledku diskontování je nutné odečíst anebo k nim připočítat současnou hodnotu položek, jejichž vliv není zahrnut v projekci budoucích peněžních toků. Takovými položkami mohou být např.

nepotřebná aktiva, cenné papíry, přebytek hotovosti na počátku projektovaného období, hodnota dluhu apod.

Disponibilní (volné) peněžní toky C1 až Cn nezahrnují žádné splátky úvěrů ani úroků a jsou vypočteny takto:

+	Provozní zisk před úroky a daněmi
-	Upravená daň z příjmů
=	Provozní zisk po daních
+	Odpisy
+	Nepeněžní položky (náklady započtené v provozním zisku, které nejsou výdaji v běžném období)
=	Předběžný provozní tok
-	Investice do provozně nutného investičního majetku
-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
= FCFF =	<i>Volný peněžní tok na úrovni podnikatelské jednotky</i>

2.4.1.2 Metody založené na analýze trhu

První z metod založených na analýze trhu je použití **tržní kapitalizace**. K této metodě pouze tolik, že je nevhodná v případě nelikvidního trhu a problémem s ní spojeným je zejména volba období, k němuž se má tržní kapitalizace vztahovat.

V některých případech je natolik obtížné odhadnout hodnotu jednotlivých složek majetku, očekávaný vývoj výnosů, peněžních toků anebo tržní úrokovou míru, že je vhodné spolehnout se na ocenění na základě **tržního srovnání**, najdeme-li srovnatelný podnik anebo srovnatelnou transakci, tj. známe realizovanou cenu vč. transakčních nákladů. Mimo to je výhodou metod založených na tržním srovnání, že jsou tržně konformní. Samotný výpočet ocenění pomocí násobitelů sestává ze zjištění srovnatelných podniků nebo transakcí s podíly ve srovnatelných podnicích. Dále je nutné provést určení relevantních veličin, které představují pro podnik hodnotu. Může jít o aktiva (v případě dolů), počet zákazníků (mobilní operátoři), hospodářský výsledek za účetní období, peněžní toky, provozní hospodářský výsledek, dividendy, tržby, hospodářský výsledek před daněmi, úroky a odpisy, atd. Vztahovou veličinu za daný podnik pak násobíme zvolenou výší tzv. násobitele (resp. dělitele). Násobitel (dělitel) je poměrem tržní hodnoty vlastního kapitálu (nebo aktiv) bez neprovozních aktiv a použité vztahové veličiny, a to za vybrané srovnatelné podniky. Jmenovatel a čítec použitého násobitele by měl být vždy konzistentní.

2.4.1.3 Metody založené na analýze majetku

Jde o statický přístup (princip) ke zjištění hodnoty podniku, který je založen na ocenění jednotlivých složek majetku a závazků společnosti. Hodnota podniku se získá jako součet hodnot všeho jejího majetku, od něhož se odečte hodnota závazků.

Při analýze majetku lze v zásadě vycházet z toho, jakou hodnotu má oceňovaný majetek pro kupujícího, což vede k zjištění jeho substanční hodnoty, anebo z toho, jakou hodnotu má pro prodávajícího při prodeji majetku po částech, což vede ke zjištění likvidační hodnoty. Pokud je zjišťována **likvidační hodnota**, vychází se z toho, že daný majetek je nejvýhodnější rozprodat po částech anebo je nutno tento majetek zlikvidovat (např. z rozhodnutí státního orgánu). V případě ocenění podniku likvidační hodnotou jde o odhad současné hodnoty částek získaných prodejem jednotlivých složek majetku, po snížení o náklady likvidace, včetně odměny likvidátora. Samozřejmě je nutno počítat s daněmi. Při zjištění likvidační hodnoty podniku nelze z podstaty likvidační metody počítat s hodnotou některých nehmotných složek podniku, které existují pouze ve fungujícím podniku. Jde především o hodnotu know-how, hodnotu firmy (jména společnosti) a fungující organizační struktury podniku, v řadě případů i lidský kapitál. V případě jiných složek nehmotného majetku, jako

jsou patenty, licence, ochranné známky a autorská práva, jež jsou samostatně zcizitelné, tyto složky hodnotu mají, avšak zřejmě nižší než v případě fungujícího podniku.

Substanční hodnota je optimálním odhadem hodnoty podniku v případě, že se potenciální kupující rozhoduje, zda postavit podnik na zelené louce anebo jej koupit. Technicky se provede ocenění tak, že se zjistí cena pořizovaných složek majetku, která by byla zaplacená, kdyby byl majetek nový. Tato cena se pak sníží o vliv opotřebení fyzického i morálního. Výsledkem takového ocenění je zpravidla neúplná substanční hodnota podniku na principu reprodukčních cen, jedná se však jen o doplňkovou veličinu, která zpravidla nemůže sloužit pro samostatné ocenění (viz Evropské oceňovací standardy, Německé oceňovací standardy IDW S1). V případě, že by postup byl doplněn odhadem hodnoty nehmotného majetku, resp. goodwillu, jednalo by se o metodu úplné substanční hodnoty podniku a výsledek byl srovnatelný s výsledky výnosových metod, např. DCF.

Účetní hodnota vlastního kapitálu nám dává informaci především o takzvané vnitřní hodnotě, tedy nominálním vyjádření původního rozsahu investovaného kapitálu. Východiskem při tomto přístupu je zpravidla auditovaná rozvaha společnosti. Pro účely ocenění společnosti je potřeba zkontrolovat, zda byly vytvořeny všechny nezbytné opravné položky. Výslednou hodnotou společnosti je rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou veškerých cizích zdrojů pasiv. Účetní hodnotu jedné akcie společnosti se získá vydělením účetní hodnoty akcií počtem akcií společnosti. Nedostatkem metody účetní hodnoty je skutečnost, že opomíjí ocenění většiny nehmotných složek majetku (know-how, ochranné známky, pracovní síla, síť dodavatelů a odběratelů atd.), její vypovídací schopnost je determinována platnému zákonu o účetnictví a míře snahy účetní jednotky o zobrazení reálné hodnoty položek.

Metoda sumární hodnoty aktiv navazuje na předchozí postupy a odvozuje hodnotu jmění sumarizací hodnot jednotlivých přeceněných položek rozvahy společnosti. Ke stanovení hodnot jednotlivých přeceněných položek rozvahy společnosti mohou být využity jednotlivé metody ocenění, tak jak jsou popsány výše, popřípadě jejich kombinace.

2.4.1.4 Metody kombinované

Na závěr zbývá zmínit metody kombinované, jež jsou zpravidla aritmetickým průměrem majetkového (substančního) ocenění a výnosového ocenění. Vzhledem k tomu, že se jedná o praxi používanou především v německy mluvících zemích, jedná se v případě výnosového ocenění především o metody založené na analýze zisku. Podle našeho názoru jsou metody kombinované k odhadu hodnoty podniku nevhodné, mají omezenou a problematickou vypovídací schopnost, pokud nejsou při majetkovém ocenění oceněny i nehmotné složky podniku, protože průměrují principiálně nesrovnatelné oceňovací postupy.

2.4.1.5 Přednosti a nedostatky jednotlivých metod

Žádná ze známých metod není univerzální, tzn. použitelná pro jakýkoli typ společnosti. Každá metoda má jak své přednosti, tak i omezení a záleží tak na situaci společnosti, jaká z uvedených metod bude pro její ocenění optimální. Před výběrem metody oceňování je třeba dále zvážit vypovídací schopnosti metod v podmínkách ČR, účel ocenění a dále specifické okolnosti úkolu znalce. Jak již bylo řečeno, za neobjektivnější metodu oceňování fungujících a vcelku perspektivních podniků je obvykle považována metoda DCF patřící do skupiny výnosových metod oceňování. Tato metoda je doporučována i pro české podmínky jako ústřední metoda oceňování.

Oproti výnosové lze neúplnou substanční hodnotu na principu reprodukčních cen zjistit bez ohledu na podmínky na kapitálovém trhu. Korektní analýza této substanční hodnoty je ovšem založena na znalosti situace na trhu s reálnými aktivy, přičemž u aktiv specifických, neobchodovaných může určování jejich reprodukčních cen narážet na poměrně značné obtíže. Další nevýhodou neúplné substanční hodnoty je skutečnost, že opomíjí hodnotu většiny nehmotných složek – zejména goodwill, který metodicky neřeší. I přes tyto nedostatky je metoda neúplné substanční hodnoty jednou ze základních metod odhadu hodnoty společnosti, ale její význam pro fungující podniky by měl být pouze kontrolní (pomocný) či orientační.

Metody stavějící na tržním porovnání se týkají především společností, které jsou běžně obchodovány na burze, tj. akciových společnostích. Předpokládají rozvinutý kapitálový trh, trh se společnostmi a dostatečné informace o transakcích na nich probíhajících. Disponibilita těchto informací, resp. existence dostatečně reprezentativní srovnávací základny je v našich podmínkách zatím hlavní příčinou nízké vypovídací schopnosti této metody.

2.4.2 Volba relevantních metod pro ocenění a postup ocenění

Při ocenění obchodních závodů nebo jejich částí mohou být využity jednotlivé metody, popřípadě jejich kombinace v závislosti na povaze majetku a účelu jeho oceňování.

Metody tržního porovnání nejsou v daném případě dle našeho názoru použitelné, neboť na českém trhu neexistuje dostatek informací o transakcích se zdravotnickými zařízeními, ani takové společnosti nejsou u nás obchodovány.

Majetkové metody pak představují na jedné straně stanovení hodnoty na základě souhrnu jednotlivých položek aktiv a pasiv, nicméně nijak neuvažují efektivitu používání aktiv a náklady, které jejich používání vyvolává. Zároveň nezohledňují v dostatečné míře faktory nehmotné povahy, jako jsou existující smluvní vztahy s pojišťovnami, vycvičený personál aj.

Pro ocenění pro výše uvedený účel, tj. stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) hodnoty obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s., jsme použili výnosovou metodu diskontovaných peněžních toků DCF.

Výnosová metoda dle našeho názoru nejlépe zohledňuje předpoklad, že provoz oceňované společnosti jako nemocnice představuje jeden ucelený celek. Výnosy, náklady, investice a jejich odpisy jsou zde finančním vyjádřením péče, již nemocnice zajišťuje. Od nich se odvíjí cash flow, které je svým vlastníkům Společnost schopna generovat. Tuto analýzu provádíme za předpokladu pokračování činnosti nemocnice v obdobném rozsahu a s obdobnou výkonností, jako v historických letech. Podrobný finanční plán zároveň poslouží k ověření toho, nakolik je budoucí hospodaření nemocnice udržitelné a od čeho se případně odvíjí.

Podrobnosti postupu analýzy a ocenění společnosti včetně stanovení hodnoty obchodního závodu jsou detailně popsány v následující kapitole tohoto posudku.

3 Posudek

3.1 Ocenění obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků

Pro účely sestavení projekce a ocenění jsme měli k dispozici informace o hospodaření Společnosti v celých letech 2018 a 2019 a části roku 2017 (od 1. 10. 2017 do 31. 12. 2017). Dále jsme měli k dispozici údaje o hospodaření příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích za roky 2014 – 2016. Z těchto údajů jsme sestavili projekci možného budoucího vývoje jednotlivých souhrnných položek nákladů a výnosů a předpokládaný výhled výsledků hospodaření a vybraných klíčových ukazatelů hospodaření společnosti pro roky 2020 - 2025. Předpoklady vývoje hlavních položek výnosů a nákladů jsme podrobili revizi z hlediska přiměřenosti budoucích trendů jejich vývoje. Po prostudování, provedení analýz, projednání a posouzení základních vstupů a předpokladů, jsme tyto výsledky využili pro potřeby výnosové metody a zpracovali jsme na jejich základě projekci diskontovaného cash flow. Projekce byla vypracována v nominálních cenách na období od ledna roku 2020 do prosince roku 2025, který se stal výchozím pro konečný rok.

V naší projekci jsme počítali s dlouhodobou inflací ve výši 2 %, která odpovídá dlouhodobým prognózám České národní banky pro českou ekonomiku za horizontem běžných predikcí budoucího vývoje. Inflace tak odpovídá míře očekávaného dlouhodobého růstu.

Predikce tržeb

Předpokládali jsme 2% meziroční růst objemů tržeb z prodeje výrobků, služeb a zboží v letech 2020–2025. Pro konečný rok jsme rovněž kalkulovali s dlouhodobým nominálním růstem ve výši 2 %, tedy na úrovni dlouhodobě predikované výše inflace. Předpoklad inflačního růstu je založen na předpokladu, že zdravotní pojišťovny jako hlavní zdroj financí pro provoz nemocnice své úhrady zpravidla zvyšují maximálně o inflaci. V případě jiných provozních výnosů jsme vycházeli z očekávané hodnoty pro rok 2020 a dále jsme rovněž předpokládali 2% meziroční růst, stejně jako růst v konečném roce.

Predikce nákladů

V sestavené projekci předpokládaného budoucího hospodaření provozní náklady zahrnují náklady na prodané zboží, na materiál a energii, služby, osobní náklady, odpisy a ostatní provozní náklady.

Predikce jednotlivých nákladových položek byla zpracována následujícím způsobem:

- Prognóza nákladů na prodané zboží využívá informaci o průměrné marži z prodeje zboží v roce 2019 a zachovává tento poměr i pro projektovaná období.
- Prognóza nákladů na materiál a energii vychází z poměru těchto nákladů vůči výnosům v roce 2019.
- Prognóza nákladů na služby vychází z poměru těchto nákladů vůči výnosům v roce 2019.
- Odhadujeme roční tempo růstu osobních nákladů o 2 % ročně v průběhu celého projektovaného období. Celkové osobní náklady společnosti tedy zachovávají svůj poměr k tržbám, jaký dosáhly v roce 2019. Předpokládáme, že případný vyšší nárůst mezd by byl tedy řešen zvýšením efektivity práce.
- Odpisy jsou projektovány na základě odhadované zbytkové doby odepisování stávajícího dlouhodobého majetku a se zahrnutím předpokládaných budoucích investic. Současně jsme do projektovaných odpisů nezahrnuli odpis oceňovacího rozdílu z nabytého majetku, který nemá na

výši volného cash flow vliv. Tato projekce dle našeho názoru odpovídá i předpokládaným investičním výdajům v budoucích obdobích.

- Náklady na daně a poplatky byly ponechány na obdobné výši jako v roce 2019.
- Ostatní provozní náklady, které nejsou přímo vázány na objem tržeb, jsme projektovali přibližně v průměrné výši, jakou tyto náklady dosahovaly v uplynulých obdobích s následným nárůstem o 2% ročně.

Investice do dlouhodobého majetku

Investice do dlouhodobého majetku jsme do projekce cash flow do roku 2022 zahrnuli ve výši, která nám byla sdělena Zadavatelem. Současně jsme zohlednili i informace o předpokládané výši dotací, které s těmito investičními výdaji souvisejí, a které jsme získali rovněž od Zadavatele. V projekci jsou tedy zahrnovány pouze ty části investic, které budou hrazeny Společností a ne z dotace. V dalších letech jsme pak uvažovali investice přibližně ve výši odpisů. Pro konečný rok investice do dlouhodobého majetku odpisy o 2 % přesahují z důvodu zajištění předpokládaného 2 % růstu.

Investice do provozního kapitálu

Současná teorie finanční analýzy uvádí, že zatímco optimální průměrná výše provozního kapitálu pro skupinu firem v určitém odvětví existuje (jako soubor statistických údajů), není možné stanovit optimální úroveň provozního kapitálu a jeho financování pro konkrétní firmu. Potřeba pracovního kapitálu byla projektována v jednotlivých letech na základě poměru pracovního kapitálu k tržbám na konci roku 2019 ve výši 5,8 %. Tato úroveň dle našich analýz jednak zohledňuje průměrné historické zapojení pracovního kapitálu nemocnice provozované pod dřívější příspěvkovou organizací a především zohledňuje současné nastavení pohledávek a závazků společnosti. Pro konečný rok je předpokládáno zachování poměru provozního kapitálu k tržbám z posledního roku projekce. Při stanovení úrovně provozního kapitálu jsme rovněž analyzovali výši finanční hotovosti. Dle našeho názoru je pro běžné provozní účely třeba dostatečné úrovně hotovosti na úhradu provozních závazků, se zahrnutím předpokládaných úhrad pohledávek. Jde tedy o zachování dostatečné úrovně likvidity pro financování běžných provozních potřeb společnosti. Hotovost, která tuto hladinu převyšuje, je třeba dle našeho názoru zahrnout do kalkulací jako hotovost neprovozní.

Neprovozní majetek

Hodnota majetku získaná pomocí výnosové metody, analýzy diskontovaného cash flow, v sobě vzhledem ke svému charakteru nezahrnuje majetek, který se nepodílí na tvorbě finančních toků. Proto je nezbytné k hodnotě provozního majetku obchodního závodu získané pomocí výnosové metody přičíst hodnotu majetkových účastí a hodnotu neprovozního majetku, do kterého patří i finanční investice a přebytečná hotovost.

Při ocenění byly identifikovány finanční investice ve výši 35 000 tis. Kč a neprovozní hotovost ve výši 55 000 tis. Kč.

Závazky

Obchodní závod k datu ocenění nevykazuje žádné úročené závazky.

Kalkulace diskontní míry

V daném ocenění byla použita diskontní míra stanovená pomocí modelu váženého průměru nákladů kapitálu WACC. Konečná výše diskontní míry byla výslednicí reálné kapitálové struktury společnosti a odvozené míry výnosnosti vlastního kapitálu a dluhu vycházející z následujícího vzorce:

$$WACC = W_e * K_e + W_d * K_d,$$

kde

W_e – váha vlastního kapitálu,

K_e – požadovaná míra výnosnosti vlastního kapitálu,

W_d – váha dluhu,

K_d – požadovaná míra výnosnosti dluhu upravená o daňový štít.

Ke stanovení požadované míry výnosnosti vlastního kapitálu jsme použili model ocenění kapitálových aktiv CAPM. Základní náklady vlastního kapitálu pro investora v ČR s určitou možností vytvářet diverzifikované kapitálové portfolio jsme stanovili podle vztahu:

$$nVK = R_f(\text{USA}) + \beta(\text{EURO}) \times R_{PKT}(\text{USA}) + R_S + R_{PZ}(\text{ČR}),$$

kde

$R_f(\text{USA})$ = pro dlouhodobé prognózy byla aplikována aktuální výnosnost 10letých státních obligací USA dle údajů publikovaných americkou centrální bankou Federal Reserve Board ve výši **1,92 % p.a.**

β = Beta byla stanovena na základě průměrné beta dle údajů publikovaných profesorem Damodaranem pro Evropu za odvětví Hospitals/Healthcare Facilities dle dat k lednu 2019. Průměrná nezadlužená beta za toto odvětví dosahuje 0,415.

Pro výpočet diskontní míry byla použita cílová kapitálová struktura se 100% podílem vlastního kapitálu.

Daňová sazba pro dlouhodobou prognózu byla ponechána v současné úrovni a činí **19 %**.

Na základě výše uvedených údajů byla dopočítána zadlužená beta, která k datu ocenění dosahuje **0,41**.

$R_{PKT}(\text{USA})$ = riziková premie kapitálového trhu (hodnota = **5,5 %**) vychází z analytických dat společnosti Duff & Phelps, která pravidelně publikuje analýzy vývoje rizikové premie trhu.

R_S = riziková přírážka za velikost podniku stanovena na základě dat společnosti Duff & Phelps publikovaných v Size Premia Report 2017 činí **5,59 %**,

R_{PZ} = riziková premie země (podle srovnání ratingu země s výnosností stejně hodnocených CP). Riziková premie země (R_{PZ}) vyjadřuje zvýšenou míru rizika na daném kapitálovém trhu, v případě ČR se jedná o **0,77 %**, www.damodaran.com. z ledna 2019.

R_c = specifické riziko odhadujeme na **-3,00 %**. Vycházíme z předpokladu, že nemocnice jako poskytovatel zdravotnických služeb je vystavena nižším rizikům než běžné podniky.

CAPM - NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU:	
Stanovená bezriziková sazba	1,92%
Beta	0,41
Tržní riziková premie akciového trhu	5,50%
Beta × Tržní riziková premie akciového trhu	2,28%
Premie malých společností oproti běžné premii za riziko	5,59%
Riziková přírážka země	0,77%
Specifická riziková premie	-3,00%
Kalkulované náklady vlastního kapitálu	7,56%

Kalkulace volných peněžních toků pro období 2020 – 2025

Kalkulace daňového základu pro výpočet daně z příjmů právnických osob a následně volného peněžního toku společnosti v nominálních cenách je provedena v následující tabulce, přičemž daň z příjmu je uvažována ve stabilní výši **19 %**.

v '000 CZK		31.12.2019								
PROJEKCE DISKONTOVANÉHO CASH FLOW		minulá období 2018	běžné období 2019	plánovaná období 2020	plánovaná období 2021	plánovaná období 2022	plánovaná období 2023	plánovaná období 2024	plánovaná období 2025	Konečný rok
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb		700 443	759 640	774 833	790 329	806 136	822 259	838 704	855 478	872 588
	% změna	0,0%	8,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	% celkových tržeb	88,8%	89,1%	89,9%	89,9%	89,9%	89,9%	89,9%	89,9%	89,9%
Tržby za prodej zboží		59 072	62 409	63 657	64 930	66 229	67 554	68 905	70 283	71 688
	% změna	0,0%	5,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	% celkových tržeb	7,5%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Jiné provozní výnosy		28 834	30 733	23 384	23 851	24 328	24 815	25 311	25 817	26 334
	% změna	0,0%	6,6%	-23,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	% celkových tržeb	3,7%	3,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
CELKOVÉ PROVOZNÍ VÝNOSY		788 349	852 782	861 873	879 111	896 693	914 627	932 920	951 578	970 610
	% změna	0%	8%	1,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Náklady vynaložené na prodané zboží		47 897	50 183	51 187	52 210	53 255	54 320	55 406	56 514	57 644
	% změna	0,0%	4,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	% celkových tržeb	6,1%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Spotřeba materiálu a energie		142 951	158 669	161 842	165 079	168 381	171 748	174 261	177 746	181 301
	% změna	0,0%	11,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	2,0%	2,0%
	% celkových tržeb	18,1%	18,6%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,7%	18,7%	18,7%
Služby		54 839	60 541	61 752	62 987	64 247	65 532	66 255	67 581	68 932
	% změna	0,0%	10,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,1%	2,0%	2,0%
	% celkových tržeb	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%
Osobní náklady		514 254	546 632	557 565	568 716	580 090	591 692	603 526	615 596	627 908
	% změna	0,0%	6,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	% celkových tržeb	65,2%	64,1%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%
Daně a poplatky v provozní oblasti		107	63	70	70	70	70	70	70	71
	% změna	0,00%	-41,23%	11,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
	% celkových tržeb	0,01%	0,01%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé		17 345	17 253	17 541	19 060	19 778	20 747	21 090	21 433	21 862
	% změna	0,00%	-0,53%	1,7%	8,7%	3,8%	4,9%	1,7%	1,6%	2,0%
	% celkových tržeb	2,20%	2,02%	2,0%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Jiné provozní náklady		6 270	6 540	6 791	6 804	6 940	7 144	7 285	7 365	7 512
	% změna	0,0%	4,3%	3,8%	0,2%	2,0%	2,9%	2,0%	1,1%	2,0%
	% celkových tržeb	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CELKOVÉ PROVOZNÍ NÁKLADY		784 189	839 765	856 748	874 926	892 761	911 252	927 893	946 306	965 232
	% změna	0,0%	7,1%	2,0%	2,1%	2,0%	2,1%	1,8%	2,0%	2,0%
	% celkových tržeb	99,5%	98,5%	99,4%	99,5%	99,6%	99,6%	99,5%	99,4%	99,4%
PROVOZNÍ ZISK		4 160	13 017	5 125	4 185	3 932	3 375	5 026	5 272	5 378
	% změna	0,0%	212,9%	-60,6%	-18,4%	-6,0%	-14,2%	48,9%	4,9%	2,0%
	% celkových tržeb	0,5%	1,5%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%
OSTATNÍ FINANČNÍ VÝSLEDEK		801	774	0	0	0	0	0	0	0
	% změna	0,0%	-3,4%	-100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
	% celkových tržeb	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT		4 961	13 791	5 125	4 185	3 932	3 375	5 026	5 272	5 378
	% změna	0,0%	178,0%	-62,8%	-18,4%	-6,0%	-14,2%	48,9%	4,9%	2,0%
	% celkových tržeb	0,6%	1,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%
EBITDA		22 306	31 044	22 667	23 244	23 711	24 122	26 116	26 706	27 240
	% změna	0,0%	39,2%	-27,0%	2,5%	2,0%	1,7%	8,3%	2,3%	2,0%
	% celkových tržeb	2,8%	3,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%
Daňové odpisy				17 541	19 060	19 778	20 747	21 090	21 433	21 862
Základ daně		22 306		5 125	4 185	3 932	3 375	5 026	5 272	5 378
DAŇ			2 237	974	795	747	641	955	1 002	1 022
Daňová sazba		19%		19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
PROVOZNÍ ZISK PO ZDANĚNÍ		4 961	11 554	4 151	3 390	3 185	2 734	4 071	4 271	4 356
	% celkových tržeb	0,6%	1,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
MÍNUS: Investice				29 400	23 000	25 000	20 000	20 000	20 000	22 299
Financování provozního kapitálu				529	1 003	1 023	1 044	1 065	1 086	1 130
PLUS: Odpisy			17 253	17 541	19 060	19 778	20 747	21 090	21 433	21 862
VOLNÉ CASH FLOW				-8 236	-1 554	-3 060	2 436	4 096	4 618	2 789
	% celkových tržeb			-1,0%	-0,2%	-0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,3%
DISKONTNÍ FAKTOR	7,56%			0,9642	0,8965	0,8335	0,7749	0,7205	0,6699	
SOUČASNÉ HODNOTY CASH FLOW				-7 942	-1 393	-2 551	1 888	2 951	3 093	
SOUČET SOUČASNÝCH HODNOT PROJEKCE		-3 953								

Závěrečná fáze výpočtu výnosové hodnoty podniku se skládá z:

- kalkulace současné hodnoty budoucích FCF při vypočtené míře kapitalizace 8,6 % p.a.;
- kalkulace provozní hodnoty majetku na výstupu, tj. v roce 2025 a její diskontování na současnou hodnotu;
- zahrnutí nadměrné hotovosti a neprovozního majetku podniku;
- odečtení úročených závazků.

Výpočet výnosové hodnoty společnosti je uveden v následující tabulce (v tis. Kč):

VÝPOČET POKRAČUJÍCÍ HODNOTY	
VOLNÉ CASH FLOW V KONEČNÉM ROCE	2 789
MÍRA NÁRŮSTU V KONEČNÉM ROCE	2,0%
MÍRA KAPITALIZACE V KONEČNÉM ROCE	5,6%
KONEČNÁ HODNOTA (HODNOTA NÁVRATNOSTI)	50 187
DISKONTNÍ FAKTOR	0,6699
SOUČASNÁ HODNOTA NÁVRATNOSTI	33 619
SOUČET SOUČASNÝCH HODNOT PROJEKCE	-3 953
POKRAČUJÍCÍ HODNOTA	33 619
HODNOTA PROVOZNÍHO MAJETKU PODNIKU	29 666
PLUS: NADMĚRNÁ HOTOVOST	55 000
PLUS: NEPROVOZNÍ MAJETEK	0
PLUS: FINANČNÍ INVESTICE	35 000
HODNOTA INVESTOVANÉHO KAPITÁLU	119 666
MÍNUS: ÚROČENÉ ZÁVAZKY	0
HODNOTA ČISTÉHO MAJETKU PODNIKU	119 666
Zaokrouhleno	119 700

Na základě výše uvedených skutečností jsme dospěli k názoru, že indikace hodnoty majetku podniku (závodu) stanovená výnosovou metodou činí po zaokrouhlení 119 700 tis. Kč. Pro indikaci hodnoty společnosti je nutno od této hodnoty odečíst hodnotu úročených závazků, která je však k datu ocenění nulová. Indikovaná čistá hodnota obchodního závodu (vlastního jmění) společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. je pak představována částkou ve výši **119 700 tis. Kč (zaokrouhleno)**.

Podrobnější členění celkového výsledku na provozní hodnotu 29 666 tis. Kč a hodnotu neprovozních aktiv pak po prostudování příčin dle našeho názoru indikuje dva základní faktory:

- Nemocnice je při svém provozu schopna udržovat stabilně mírný zisk.
- Rozhodujícím faktorem pro hodnotu nemocnice jsou očekávané investice, které budou hrazeny z prostředků nemocnice a ne z dotací. Zvýšená investiční činnost bezprostředně ovlivňuje výrazně negativním způsobem celkové volné peněžní toky v roce, kdy jsou prostředky vynaloženy.

Při zohlednění současného stavu a budoucího očekávaného vývoje hospodaření lze tudíž také předpokládat, že u nemocnice je udržitelný předpoklad neomezené životnosti podniku (going concern), avšak pouze za předpokladu existence dostatečných zdrojů na investiční akce, které budou hrazeny z prostředků Společnosti a ne z dotací. To bude znamenat nutnost buď A) zlepšit ziskovost nemocnice B) zvýšit objem dotací na investiční akce a tím snížit míru participace samotné nemocnice na dotacích.

3.2 Rekapitulace zadání, výpočet a dosažené závěry

Předmětem tohoto posudku je stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. jako podklad pro rozhodování vlastníka o převodu obchodního závodu.

Ocenění je provedeno na základě podkladů a informací poskytnutých Zadavatelem a získaných z veřejně dostupných zdrojů, přičemž poslední poskytnuté informace mající vliv na ocenění byly získány s platností k datu 31. 12. 2019. K informacím s platností k pozdějším datům nebylo přihlíženo.

Pro účely tohoto ocenění jsme zvážili charakter závodu, dále analyzovali jeho činnost, relevantní trh a jeho očekávaný budoucí vývoj. Zabývali jsme se rovněž majetkem a závazky závodu k datu ocenění. Ze získaných údajů jsme pomocí výše uvedeného postupu ocenění získali výslednou indikaci čisté hodnoty obchodního závodu pomocí výnosové metody.

Pro ocenění pro výše uvedený účel jsme použili výnosovou metodu diskontovaných peněžních toků DCF.

Výnosová hodnota společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. vychází ze současné hodnoty výnosového potenciálu, který je tato společnost schopna svým vlastníkům generovat v budoucích letech. Z vypracovaných analýz a předpokládaného výhledu budoucího hospodaření a na základě rizikového profilu společnosti jsme dospěli k závěru, že výnosová hodnota společnosti je přiměřeně reprezentována částkou **119 700 000 Kč** (zaokrouhлено).

Indikovaná obvyklá cena (tržní hodnota) obchodního závodu společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. je podle stavu k datu 31. 12. 2019 stanovena na základě v posudku popsanych předpokladů a provedených analýz na:

119 700 000 Kč, zaokrouhлено.

(Slovy: jedno sto devatenáct milionů sedm set tisíc korun českých)

Cena je uvedena bez DPH.

Podrobnější členění celkového výsledku na provozní hodnotu 29 666 tis. Kč a hodnotu neprovozních aktiv pak po prostudování příčin dle našeho názoru indikuje dva základní faktory:

- Nemocnice je při svém provozu schopna udržovat stabilně mírný zisk.
- Rozhodujícím faktorem pro hodnotu nemocnice jsou očekávané investice, které budou hrazeny z prostředků nemocnice a ne z dotací. Zvýšená investiční činnost bezprostředně ovlivňuje výrazně negativním způsobem celkové volné peněžní toky v roce, kdy jsou prostředky vynaloženy.

Při zohlednění současného stavu a budoucího očekávaného vývoje hospodaření lze tudíž také předpokládat, že u nemocnice je udržitelný předpoklad neomezené životnosti podniku (going concern), avšak pouze za předpokladu existence dostatečných zdrojů na investiční akce, které budou hrazeny z prostředků Společnosti a ne z dotací. To bude znamenat nutnost buď A) zlepšit ziskovost nemocnice B) zvýšit objem dotací na investiční akce a tím snížit míru participace samotné nemocnice na dotacích.

3.3 Prohlášení

Prohlašujeme, že:

- jsme ve smyslu § 10 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), v platném znění, nestranní a nezávislí na osobách, pro něž nebo v jejichž prospěch je znalecký posudek vypracován a jiných zúčastněných subjektech, a veškerou činnost při zpracování znaleckého posudku jsme vykonali zcela nestranně a nezávisle na těchto osobách;
- v současné době nemáme a ani v budoucnu neočekáváme žádný majetkový prospěch, majetkovou účast nebo jiný zájem na předmětu ocenění, a ani nejsme s objednatelem či osobami, pro něž či v jejichž prospěch je znalecký posudek vypracován, ani jinými zúčastněnými subjekty, majetkově, personálně či jinak propojeni;
- odměna za toto ocenění nezávisí na dosažených závěrech a vyjádřeních.

Nebylo provedeno žádné šetření ohledně vlastnických práv nebo závazků vůči oceňovanému majetku. Za skutečnosti právního charakteru nepřebíráme žádnou odpovědnost.

Závěry uvedené v tomto znaleckém posudku mohou být plně pochopeny po přečtení všech jeho kapitol a příloh.

Vzhledem k tomu, že společnost Grant Thornton Valuations, a.s. není kvalifikovaným odborníkem na zjišťování výskytu nebezpečných látek ani na odhadování nákladů na jejich odstranění, případné vlivy faktorů znečištění životního prostředí na oceňovaný majetek nebo majetku na životní prostředí nebyly vzaty v úvahu. Zjištění nákladů na odstranění případných negativních vlivů by muselo být provedeno odborníky na tuto oblast.

V Praze dne 17. dubna 2020



Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Přemysl Krch

Ředitel znaleckého ústavu a člen představenstva

4 Znalecká doložka

Znalecký posudek jsme podali jako ústav, který byl Ministerstvem spravedlnosti ČR dne 7. 3. 1997 pod čj. 43/97-OOD zapsán do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování nemovitostí, oceňování závodů a jejich částí, regulace cen a kalkulace energií, oceňování pohledávek, strojů a zařízení včetně dopravních prostředků, strojů a zařízení, technologických zařízení a celků, zemědělské techniky, nehmotného majetku, zejména patentů, vzorů, ochranných známek a obchodního tajemství, majetkových práv a jiných práv průmyslového vlastnictví, zásob, pohledávek, oceňování cenných papírů a kapitálových účastí včetně oceňování podílů v obchodních společnostech, oceňování nepeněžitých vkladů, jmění pro účely přeměn obchodních společností a družstev, ceny a odhady informačních systémů, výpočetní a zabezpečovací techniky, elektrotechniky, investičních nástrojů, včetně akcií, dluhopisů a derivátů, posuzování v oblasti účetnictví, ekonomiky podniků, financování a řízení peněžního toku, posuzování úvěrové způsobilosti ekonomických subjektů, bankovníctví, peněžnictví a pojišťovnictví, burzovníctví a kolektivní investování, analýza finančních rizik, stanovení reálné hodnoty pro účetní účely a alokace kupní ceny.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 3461-53/2020 do znaleckého deníku.

V Praze dne 17. dubna 2020



Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Přemysl Krch

Ředitel znaleckého ústavu a člen představenstva

5 Přílohy

5.1	Výpis z Obchodního rejstříku společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s.
-----	---

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Ústí nad Labem
oddíl B, vložka 2641

Datum vzniku a zápisu:	19. června 2017
Spisová značka:	B 2641 vedená u Krajského soudu v Ústí nad Labem
Obchodní firma:	Nemocnice Litoměřice, a.s.
Sídlo:	Žitenická 2084, Předměstí, 412 01 Litoměřice
Identifikační číslo:	061 99 518
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona masérské, rekondiční a regenerační služby hostinská činnost podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady sociální služby poskytované ve zdravotnických zařízeních, ústavní péče oprávnění k poskytování zdravotních služeb
Statutární orgán - představenstvo:	
předseda představenstva:	Ing. RADEK LONČÁK, MBA, dat. nar. [REDACTED] [REDACTED] Litoměřice Den vzniku funkce: 19. června 2017 Den vzniku členství: 19. června 2017
člen představenstva:	MUDr. JAROSLAV PRŠALA, dat. nar. [REDACTED] [REDACTED] Den vzniku funkce: 19. června 2017 Den vzniku členství: 19. června 2017
člen představenstva:	Ing. VLADIMÍR KESTŘÁNEK, MBA, dat. nar. [REDACTED] [REDACTED] Litoměřice Den vzniku funkce: 19. června 2017 Den vzniku členství: 19. června 2017
Počet členů:	3
Způsob jednání:	Společnost zastupuje vždy alespoň jeden člen představenstva
Dozorčí rada:	
předseda dozorčí rady:	MUDr. LEOŠ VYSOUDIL, MBA, dat. nar. [REDACTED] [REDACTED] Litoměřice Den vzniku funkce: 19. června 2017 Den vzniku členství: 19. června 2017
člen dozorčí rady:	MUDr. MIROSLAV JIRÁNEK, dat. nar. [REDACTED] [REDACTED] Litoměřice Den vzniku funkce: 19. června 2017 Den vzniku členství: 19. června 2017
člen dozorčí rady:	MUDr. PETR PINKA, dat. nar. [REDACTED]

	Litoměřice Den vzniku funkce: 19. června 2017 Den vzniku členství: 19. června 2017
člen dozorčí rady:	MARTIN BUKVÁŘ, dat. nar. Litoměřice Den vzniku funkce: 19. června 2017 Den vzniku členství: 19. června 2017
člen dozorčí rady:	Ing. VLADIMÍR MATYS, dat. nar. Litoměřice Den vzniku funkce: 19. června 2017 Den vzniku členství: 19. června 2017
Člen dozorčí rady:	JIŘÍ SKŘIVÁNEK, dat. nar. Litoměřice Den vzniku členství: 9. září 2019
Počet členů:	6
Akcie:	11 710 ks akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč převoditelnost akcií je podmíněna předchozím souhlasem valné hromady
Základní kapitál:	117 100 000,- Kč Splaceno: 117 100 000,- Kč

