

Projekt ocenění podniku XY, a.s. pomocí vybraných výnosových metod

Bc. Jaroslav Špunda

Diplomová práce
2011

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2010/2011

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Jaroslav ŠPUNDA**
Osobní číslo: **M07657**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt ocenění podniku XY, a.s. pomocí vybraných výnosových metod**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Provedte kritickou literární rešerši hodnoty podniku a metod ocenění podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Charakterizujte podnik XY a analyzujte dosavadní hospodaření.
- Provedte strategickou analýzu a sestavte finanční plán pro ocenění.
- Vypracujte projekt ocenění podniku XY, a.s. pomocí vybraných výnosových metod definovaných v teoretické části práce.
- Srovnejte výsledky jednotlivých metod a stanovte hodnotu podniku.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

- [1] GRUNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. 2. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2004. s. 182. ISBN 80-245-0684-X.
[2] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. Praha: C.H.Beck 2001. ISBN 80-7179-227-6.
[3] KOVANIC, P., KOVANICOVÁ, D. Poklady skryté v účetnictví, díl II. Praha: Polygon, 1997. s. 288. ISBN 80-85967-56-1.
[4] MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: EKOPRES, 2003. 402 str. ISBN 80-86119-57-2.
[5] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vydání, Praha: Grada Publishing, 2002. ISBN 80-247-0125-1.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Daniel Remeš, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **24. června 2011**
Termín odevzdání diplomové práce: **15. srpna 2011**

Ve Zlíně dne 24. června 2011

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí:
 - bez omezení;
 - pouze prezenčně v rámci Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpirá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohou užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 15. 8. 2011

..... 

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výtěžku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výtěžku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá určením hodnoty vybraného podniku na základě výnosových metod. Teoretická část práce se věnuje základním aspektům dané problematiky, jako jsou metody a přístupy používané pro oceňování podniku a vysvětluje také jednotlivé postupy používané pro stanovení hodnoty podniku. Praktická část se zabývá samotným oceněním podniku, kterému předchází finanční a strategická analýza, určení generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu. Poté následuje stanovení reálné hodnoty podniku.

Klíčová slova: ocenění podniku, finanční analýza, strategická analýza, generátory hodnoty, výnosové metody ocenění

ABSTRACT

The diploma thesis deals with the value determination of the chosen enterprise by means of income methods. The theoretical part is dedicated to the basic aspects of the given issues such as methods and approaches used for the business valuation; it also explains the individual techniques of business value determination. The practical part consists of the financial and strategic analysis, value drivers determination and financial plan compilation. It is focused on and followed by the actual business valuation.

The key words: business valuation, financial analysis, strategic analysis, value drivers, income methods of valuation

Rád bych touto cestou poděkoval panu Ing. Danielu Remešovi Ph.D za cenné připomínky, které mi pomohly ke zpracování tématu diplomové práce. Velké poděkování patří také mojí rodině za podporu nejen při zpracování této práce, ale i během celého studia.

Motto:

Život je jako šachy. Někdy na bílých nebo na černých polích, někdy dáváš mat, jindy dostáváš šach, ale nikdy nemůžeš smést figurky ze stolu a říci: „Začínám znova!“.

OBSAH

ÚVOD.....	10
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 DŮVODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.2 PŘÍSTUPY K OCENĚNÍ PODNIKU.....	14
1.2.1 Tržní hodnota podniku	14
1.2.2 Subjektivní ocenění	15
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	16
1.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy.....	16
1.3 METODY POUŽÍVANÉ PŘI OCENĚNÍ PODNIKU.....	17
1.3.1 Výnosové ocenění podniku	17
1.3.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku	18
1.3.1.2 Metody stanovení diskontní míry	24
1.3.1.3 Modely založené na EVA	26
1.3.1.4 Metoda kapitalizovaných výnosů.....	29
1.3.2 Majetkové ocenění podniku	31
1.3.3 Metody založené na analýze trhu	32
1.4 FINANČNÍ A STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	32
II PRAKTICKÁ ČÁST	37
2 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI.....	38
2.1 HISTORIE SPOLEČNOSTI	39
3 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU.....	40
3.1 ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	40
3.2 FINANČNÍ POMĚROVÁ ANALÝZA	46
4 STRATEGICKÁ ANALÝZA A SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	52
4.1 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ	52
4.2 VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU	56
4.2.1 Teritoriální hledisko	56
4.2.2 Produktové vymezení	57
4.2.3 Vymezení z hlediska zákazníků	58
4.2.4 Vymezení z hlediska konkurentů	59
4.3 SWOT ANALÝZA.....	60
4.4 GENERÁTORY HODNOTY A FINANČNÍ PLÁN.....	61
4.4.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná.....	61
4.4.2 Provozní korigovaný výsledek hospodaření.....	63
Zdroj: vlastní výpočty.....	63
4.4.3 Prognóza tržeb.....	64
4.4.4 Zisková marže	66
4.4.5 Investice do pracovního kapitálu.....	70

4.4.6	Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku	72
4.4.7	Finanční plán.....	74
5	OCENĚNÍ PODNIKU XY, A.S. NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ.....	79
5.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY.....	79
5.1.1	Náklady na vlastní kapitál	79
5.2	OCENĚNÍ PODNIKU METODOU DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ	81
5.2.1	Analýza citlivosti.....	83
5.3	METODY ZALOŽENÁ NA EVA.....	83
5.4	METODA KAPITALIZOVANÝCH VÝNOSŮ – PAUŠÁLNÍ METODA	87
5.5	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ	88
	ZÁVĚR	89
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	90
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	93
	SEZNAM OBRÁZKŮ	95
	SEZNAM TABULEK.....	96
	SEZNAM PŘÍLOH.....	98

ÚVOD

S příchodem tržního hospodářství dostalo svůj původní význam i oceňování podniku. Změnilo se poslání podniku, jehož základním úkolem je zvyšovat svoji tržní hodnotu. Oceňování každého podniku pak spočívá ve shromažďování maximálního počtu informací, které oceňovateli umožní tuto tržní hodnotu v případě potřeby stanovit. Je nutné zdůraznit, že podnik sám o sobě žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou hodnotu, nemá. Proto také neexistuje jediné, obecně platné a „správné“ universální ocenění. Výsledná hodnota ocenění je závislá především na kvalitě informací a praktických znalostí, které jsou pro oceňování konkrétního podniku k dispozici.

Odhad tržní ceny podniku se opírá především o strategický plán, ve kterém je zahrnuto kvalifikované zhodnocení konkurenčního postavení podniku, schopnosti podniku reagovat na náhodné vnitřní i vnější rizika a změny v jeho okolí a určení jeho hlavních předností a slabín. Nedílnou součástí je zhodnocení dosavadního průběhu hospodaření na základě finanční analýzy. Na základě těchto analýz jsou prováděny zejména prognózy tržeb, jednotlivých položek rozhodujících nákladů, potřeby investic a prognózy způsobu finančního zajištění potřeb provozu.

Pro vlastní ocenění je pak nezbytné vymezit cíl ocenění, tedy z jakého důvodu je ocenění prováděno a pro koho je určeno. Podněty pro oceňování podniků mohou být různé. Vedle formování nových hospodářských subjektů jsou stále častější majetkové převody, slučování a rozdělování podniků a roste i počet zanikajících subjektů. Všechny tyto, a nejen tyto, podněty vyvolávají potřebu ocenění podniku.

Cílem mé práce je vypracování projektu, který stanoví hodnotu vybrané firmy na základě ocenění pomocí výnosových metod.

Hlavním cílem teoretické části této diplomové práce je poskytnout přehled o základních metodách používaných pro ocenění podniku. Největší pozornost budu klást na metody výnosové, které patří v praxi k nepoužívanějším, a které jsem si zvolil rovněž pro svůj diplomový projekt.

V praktické části se věnuji finanční a strategické analýze a zpracování finančního plánu. Samotný projekt pak zahrnuje aplikování metod, postupů a poznatků uvedených jak v teoretické, tak v praktické části. Výsledkem projektu je stanovení hodnoty firmy XY, a.s. po-

mocí metody diskontovaných peněžních toků - DCF, ekonomické přidané hodnoty – EVA a kapitalizovaných čistých výnosů - KČV.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Ocenění podniku je složitý proces, který v sobě v obecné rovině zahrnuje zejména vymezení důvodu ocenění, definování hodnoty, která má být výsledkem ocenění, zpracování finanční a strategické analýzy podniku, sestavení finančního plánu, výběr metody ve vazbě na cíl ocenění a aplikaci zvolené metody při vypracování samotného ocenění. Na závěr je nezbytné provést syntézu výsledků a formulaci závěru.

1.1 Důvody oceňování podniku

Podněty k ocenění podniku mohou být různorodé. Vždy je tedy důležité, aby před zahájením jakéhokoliv oceňování byl znám jeho účel. V zásadě můžeme odlišit oceňování, které souvisí s vlastnickými změnami a ocenění, kdy k vlastnickým změnám nedochází. Do první skupiny řadíme například ocenění v souvislosti s fúzí, prodejem nebo koupí podniku, do druhé pak například ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru či sanací podniku. Jiným členěním může být rozdělení ocenění sloužící především pro potřeby státní administrativy a ocenění potřebné k podnikatelským účelům. Oceňování podniku z hlediska potřeb podnikatelů má dvě základní části a to část, kdy oceňujeme podnik "sám o sobě" (tzv. going concern) a pak teprve oceňujeme podnik z hlediska záměrů, které by měly být uskutečněny v budoucnosti (tj. do ocenění zahrneme efekty synergie). Konkrétními podněty vyvolávajícími potřebu ocenění podniku jsou [6]:

- koupě a prodej podniku jako celku, případně jeho částí,
- zvýšení (snížení) základního kapitálu společnosti přijetím, vstupem či vystoupením společníka, akcionáře, likvidací, konkurzem, dědickým řízením vedeným na majetek společníka, akcionáře,
- splynutí, sloučení nebo rozdělení obchodních společností,
- vklad podniku nebo jeho částí do obchodní společnosti dosavadní nebo nově zakládané,
- transformace obchodní společnosti (změna právní formy),
- restrukturalizace podniku,
- rozhodování o sanaci nebo likvidaci podniku,
- uvádění společnosti na kapitálový trh,

- poskytování a přijetí úvěru či jiných forem cizího kapitálu,
- vnitřní nebo vnější potřeba hodnocení výsledků práce managementu v kontextu plnění základního cíle, zvyšování tržní hodnoty podniku, pro vlastníky podniku,
- pojištění podniku,
- privatizace podniku nebo jeho části, náhrada za vyvlastnění podniku nebo jeho části,
- placení různých daní.

1.2 Přístupy k ocenění podniku

Různé důvody pro ocenění podniku budou vyžadovat i různé přístupy k oceňování podniku. Rozlišujeme čtyři základní přístupy [9]:

1. Tržní hodnotu.
2. Subjektivní hodnotu.
3. Objektivizovanou hodnotu.
4. Komplexní přístup na základě Kolínské školy.

1.2.1 Tržní hodnota podniku

Tento přístup vychází ze základní otázky – kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce na trhu, čili jaké je jeho tržní ocenění. Tržní hodnota je tedy 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 které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku [9].

Z této definice vyplývá ještě jeden předpoklad a to předpoklad nejlepšího možného užití, který je definován jako nejpravděpodobnější využití majetku, jež je fyzicky možné, řádně odůvodněné, právně přípustné, finančně dosažitelné a které vede k nejvyšší hodnotě oceňovaného majetku [9].

Kategorie tržní hodnoty vyžaduje, aby oceňovatel získal a zohlednil všechna významná data, a aby nebral v úvahu pouze data aktuální, ale zkoumal i dlouhodobější trendy. Mezinárodní oceňovací standardy umožňují v období rychlých změn aktiv odhlédnout od aktu-

álních dat, která mohou být takovým vývojem značně ovlivněna a vycházet z cen aktiv upravených o tyto mimořádné okolnosti na trhu.

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při [9]:

- uvádění podniku na burzu,
- prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

1.2.2 Subjektivní ocenění

Výše popsané podmínky pro stanovení tržní hodnoty podniku jsou v praxi pouze obtížně splnitelné. Na podnik je proto zpravidla vhodnější pohlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum, jehož hodnota není prioritně pravděpodobná cena na trhu, ale souhrn užitků z majetku pro konkrétního účastníka transakce, například kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka či jiný zainteresovaný subjekt. Subjektivní, neboli investiční ocenění tedy odpovídá na otázku, jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního subjektu. Tento pohled odráží jeho individuální názor, vizi o budoucnosti.

V mezinárodních oceňovacích standardech je investiční hodnota definována následujícím způsobem: Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle, anebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku [9].

Základní charakteristiky investiční hodnoty jsou následující [9]:

- budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně investora,
- diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Subjektivní přístup (stanovení investiční hodnoty) je často vhodný v těchto situacích:

- koupi nebo prodeji podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná,

- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizované ocenění je založeno převážně na všeobecně uznávaných datech a na současnosti. Vychází z mínění, že hodnota není objektivní vlastností podniku, ale může být objektivizovaná podle následujících zásad [9]:

- udržení substance – z podniku může být vybíráno jenom tolik peněz, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance),
- volný zisk – ocenění je založeno na volném zisku, tzn. na té části zisku, kterou mohou vybrat, aniž bude ohrožena substance podniku,
- nepotřebný majetek – výnosové ocenění se týká té části majetku, která je provozně nezbytná, ostatní majetek je oceňován samostatně,
- možnosti změn v podniku – při ocenění se vychází z podniku, jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění, změny jsou uvažovány jen v rozsahu, který je již v současném stavu obsažen (vliv dokončení investic, přijatých rozhodnutí o investicích),
- metoda – jasná a jednoznačná – jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými nebo podobnými výsledky,
- management – předpokládá přetrvání dosavadního managementu v podniku,
- zdanění – doporučuje zohlednit i daně na úrovni vlastníka.

Jeho využití je tedy na místě, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav, především při poskytování úvěru nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku.

1.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Kolínská škola se pokouší o určitou syntézu výše popsaných přístupů. Východiskem pro tento přístup je subjektivní postoj konkrétního prodávajícího a konkrétního kupujícího. Kolínská škola rozeznává několik obecných funkcí oceňování a to funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a funkci daňovou. Za nejdůležitější funkci je považována poradenská funkce, jejímž smyslem je poskytnout podklady kupujícímu o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit a o minimální ceně, kterou může prodávající ještě

přijmout, aniž by na prodeji jeden nebo druhý prodělal a na ní navazující funkce rozhodčí, která má za úkol sjednotit hodnotové pohledy a zájmy účastníků transakce tzn. nalézt výslednou hodnotu. Rozhodčí hodnota dle Kolínské školy se využívá tedy tam, kde je potřeba vyvažovat zájmy jednotlivých zúčastněných stran např. při transformacích podniku, či prodeji podniku.

1.3 Metody používané při ocenění podniku

Pro stanovení hodnoty podniku lze použít celou řadu různých metod. Volba správné metody ocenění je ovlivněna především účelem, pro který je podnik oceňován a okolnostmi specifickými pro danou společnost. Výsledná hodnota se většinou opírá o více oceňovacích metod, jejich analýze a komparaci s předpoklady, na nichž je ocenění založeno. Metody oceňování můžeme rozdělit podle toho, k čemu se přihlíží nejvíce do těchto hlavních skupin:

1. Výnosové metody.
2. Majetkové metody.
3. Komparativní metody.

1.3.1 Výnosové ocenění podniku

Výnosové metody jsou založeny na stanovení hodnoty kapitálu jako současné hodnoty budoucích peněžních toků, které generuje provozně nutný majetek, a jejich diskontace na současnou hodnotu. Základ těchto metod vychází tedy z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Hodnota u těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Podle toho, jakou veličinu konkrétně pod těmito výnosy v obecném vyjádření míníme, rozlišujeme pak tyto jednotlivé výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- kombinované (korigované) výnosové metody,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Obecná kritéria pro konkrétní modifikaci použitých výnosů, která platí pro všechny výnosové metody [9]:

1. Kategorie hledané hodnoty:

- Při hledání tržní hodnoty musíme klást otázku, jaké výnosy u oceňovaného podniku očekává příslušný trh. Tyto obecně očekávané výnosy pak také diskontujeme diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadované trhem.
- Při investičním (subjektivním) oceňování zjišťujeme, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt, a diskontujeme je požadovanou výnosností tohoto konkrétního investora.
- U objektivizovaného ocenění by se mělo jednat o výnosy, které budou dosaženy z dnešního hlediska s vysokou pravděpodobností, tj. pouze ty růstové příležitosti, které se k datu ocenění jeví jako nesporné a doložitelné, a to při zachování dosavadního konceptu podniku, stávajícího vedení podniku a dosavadního způsobu financování.

2. Způsob kalkulace cen:

- Budoucí výnosy kalkulujeme v cenách k datu ocenění, tj. ve stálých cenách, a to diskontní mírou také očištěnou o inflaci, tj. reálnou mírou.
- Výnosy vyjadřujeme v jejich budoucí nominální výši, tj. v běžných cenách. Diskontní míra pak musí být nominální, tj. také včetně inflace.

3. Způsob kalkulace daní:

- Nekalculujeme s žádnými daněmi z příjmů.
- Kalkulujeme se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti. Tento způsob je typický, když využíváme výnosové ocenění pro tržní ocenění.
- Kalkulujeme jak zdanění na úrovni společnosti, tak daně, které zaplatí na své úrovni subjekt, pro kterého je ocenění určeno.

1.3.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku

Metoda diskontovaných peněžních toků (dále jen DCF – discounted cash flow) je považována za základní a teoreticky nejsprávnější metodu oceňování, protože explicitně bere do úvahy budoucí užitek spojený s vlastnictvím oceňovaného aktiva. Základem je tedy časová

hodnota budoucích výnosů, které lze definovat jako čistý zisk nebo peněžní tok. Podle toho, pro koho je peněžní tok určen, rozlišujeme následující [6]:

- volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele, tj. peněžní tok do podniku jako celku (free cash flow to the firm, FCFF),
- volný peněžní tok pro vlastníky (free cash flow to the equity, FCFE),
- dividenda – zvláštní případ peněžního toku pro akcionáře (dividend discount model, DDM).

Hodlá-li odhadce pracovat s modely DCF, musí řešit dvě důležité otázky – jak stanovit peněžní toky a jak stanovit prognózu těchto peněžních toků. Při výpočtu peněžních toků pracujeme pouze s investovaným kapitálem, který nese náklady, tedy s vlastním kapitálem a cizím úročeným kapitálem. Podstatou metody DCF je pomocí diskontovaných peněžních toků ocenit investovaný kapitál.

Při využití této metody musí být dodrženy následující zjednodušené předpoklady [6]:

- kapitálové trhy jsou efektivní,
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním jměním a dluhem,
- existuje pouze daň z příjmů,
- podnik, z pohledu going concern principu, musí trvale investovat do výše odpisů.

Tab. 1 Vymezení peněžních toků pro metodu DCF

1.	+ Korigovaný provozní HV před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (=KPVH _D x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním HV, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok - FCFF

Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2007. str. 170

Tab. 2 Vymezení toků pro metodu DCFE

1.	+ Korigovaný provozní HV po upravených daních (KPVH)
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
4.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
5.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
6.	= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
7.	- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok (1 - daňová sazba)
8.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	= Volný peněžní tok - FCFE

Pramen: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2007. str. 205

Základní tvary modelů DCF entity

Pro diskontování peněžního toku lze vycházet z nejobecnějšího tvaru modelu [6]:

$$HODNOTA = \sum_1^t \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF_t = peněžní tok v čase t

r = diskontní míra odrážející rizikovost peněžního toku v čitateli

Rozlišujeme tři základní tvary modelů:

1. Model pro stabilní růst (např. Gordonův model stabilního růstu) – předpokládá stabilní a trvalý růst peněžního toku. Tento model se běžně používá pro oceňování akcií na základě dividend. Jedná se tedy o současnou hodnotu nekonečné řady (perpetuita) dividend rostoucí konstantním tempem g.
2. Standardní dvoufázový model – předpokládá rozdělení budoucího vývoje podniku na období vysokého růstu a období stability.

3. Třífázový model – používá se v případech, kde je účelné rozdělit budoucí vývoj podniku na tři části – fázi rychlého růstu, fázi přechodnou (rychlý růst se zpomaluje) a období stability (pokračující hodnotu počítáme jako perpetuitu).

Model DCF entity

Máme-li k dispozici výsledky finanční a strategické analýzy a zdůvodněný finanční plán, můžeme přistoupit k vlastnímu ocenění metodou DCF entity. Propočítání touto metodou probíhá obvykle ve dvou fázích [12]:

- 1) Oceňovatel určí celkovou hodnotu podniku jako součet hodnoty vlastního a cizího kapitálu. Z cizího je ovšem započítáván jen úročený kapitál, hodnota neúročeného není uvažována. Hodnota celkového kapitálu odhadce určí pomocí volného peněžního toku FCFF, který zahrnuje jak platby za vlastní, tak i za cizí kapitál.
- 2) Odhadce vypočítává výnosovou hodnotu vlastního kapitálu tak, že celkovou hodnotu podniku sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Metoda DCF počítá s plným financováním pomocí vlastních zdrojů, proto nové dluhy, které budou teprve přijaty, se ve výpočtu neuvažují. Hodnota, kterou odhadce získá, je hodnotou „provozu“ podniku, neboť při výpočtu FDFE se nebere v úvahu změna majetku, který není provozně nutný, ani výnosy z něho. V závěrečném kroku oceňování se k vypočítané hodnotě přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

U modelů, které pracují v čitateli s peněžním tokem pro firmu jako celek - FCFF, potom musí také diskontní míra odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak akcionáři. Diskontní míra bude stanovena pomocí modelu vážených nákladů kapitálu (WACC) [6].

$$\text{HODNOTA PODNIKU CELKEM} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

$FCFF_t$ = volný peněžní tok do firmy v čase t

WACC = vážené kapitálové náklady

t = jednotlivá léta fungování podniku

n = počet let fungování podniku

V případě, že se jedná o stabilní růstový model, pak lze využít vzorec:

$$\text{HODNOTA PODNIKU CELKEM} = \text{FCFF}_1 / (\text{WACC} - g_n)$$

FCFF_1 = volný peněžní tok na konci prvního období

g_n = tempo růstu udržitelné do nekonečna

Pokud se jedná o dvoufázový model, který je v praxi obvyklý, vycházíme z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze a to fázi, pro kterou je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta a fázi, která trvá od první fáze do nekonečna tzv. pokračující hodnotu.

$$\text{HODNOTA PODNIKU CELKEM} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{PH}}{(1 + \text{WACC})^T}$$

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

Předpoklady odhadu pokračující hodnoty:

- stabilizace základních parametrů (zisková marže, obrat a rentabilita kapitálu, obrat na trhu) pro výpočet pokračující hodnoty,
- konstantní růst podniku a stabilní míra investic,
- stabilizace výnosnosti nových investic.

Techniky výpočtu pokračující hodnoty

- Gordonův vzorec – pracuje s diskontovanými peněžními příjmy, volný peněžní tok je pak určen na základě tempa růstu g .

$$\text{PH}_T = \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{i_k - g}$$

T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra)

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

FCFF = volný peněžní tok do firmy

- Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec) – pracuje s vybranými faktory hodnoty, kterými jsou především očekávaná rentabilita čistých investic a tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření.

$$PH = \frac{KPV_{T+1} \left(1 - \frac{g}{R_i} \right)}{WACC_{T+1} - g}$$

KPV_{T+1} = upravený hospodářský výsledek po daních v prvním roce druhé fáze

$WACC_{T+1}$ = odhad průměrných vážených nákladů kapitálu pro druhou fázi

g = odhad tempa růstu do nekonečna

R_i = rentabilita investic

Rentabilitu investic potom spočteme následovně:

$$R_i = \frac{\Delta KPV}{\Delta I}$$

ΔKPV = přírůstek upraveného hospodářského provozního výsledku po daních

ΔI = přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce

Model DCF equity

Hodnotu vlastního kapitálu získáme jako sumu diskontovaných peněžních toků, které plynou pouze vlastníkům podniku. Tento peněžní tok je spojen s vyšší mírou rizika než peněžní tok FCFF, proto i stanovení diskontní míry musí být v relaci právě s rizikovostí peněžního toku.

1.3.1.2 Metody stanovení diskontní míry

V kontextu výnosového oceňování společností je diskontní sazba výnosovou mírou požadovanou investorem k nákupu předpokládaných výnosů s ohledem na míru rizika spojenou s dosažením těchto výnosů. Diskontní míra je tedy nástroj, pomocí kterého vstupuje do hodnoty podniku faktor času a rizika. Riziko je obecně definováno jako stupeň jistoty či nejistoty při realizaci předpokládaných budoucích výnosů. Z hlediska podniku je investo-
rův požadavek na výnosnost vloženého kapitálu vyjádřením nákladů na kapitál.

Průměrné vážené náklady na kapitál - WACC

Obecně platí, že pro určení diskontní míry je vypočten náklad každé součásti kapitálové struktury podniku zvlášť. Tento náklad je vážen relativním poměrem každého kapitálového zdroje vůči celkovému kapitálu a sečten pro všechny zdroje. Diskontní míru na úrovni WACC stanovujeme v metodě DCF entity. V metodě DCF equity stanovujeme na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

Definice průměrných nákladů kapitálu

$$WACC = r_d (1 - t) CK/K + r_e VK/K$$

WACC = průměrné náklady na kapitál

r_d = náklad dluhu (úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál)

t = sazba daně z příjmů

CK = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

r_e = náklad vlastního kapitálu

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

V = celková tržní hodnota investovaného kapitálu = CK + VK

Postup při výpočtu WACC [9]:

1. Určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu.
2. Určení nákladů na cizí kapitál.
3. Určení nákladů na vlastní kapitál.

4. Propočet průměrných vážených nákladů na kapitál.

Náklady na cizí kapitál můžeme spočítat jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z různých forem cizího kapitálu. V procesu oceňování podniku tak představuje klíčový problém odhad nákladů na vlastní kapitál. Kromě omezených dividend se u nás za vlastní kapitál nic neplatí, tudíž se vedení řady podniků v ČR chová, jako by byl vlastní kapitál zadarmo. Náklady na tento kapitál jsou však dány výnosovým očekáváním příslušných investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Míra výnosu musí být v každém případě vyšší než téměř bezrizikový výnos v bance nebo výnos u státních dluhopisů. Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu můžeme použít následující přístupy:

- model CAPM (capital assets pricing model),
- model ATP (arbitrage pricing theory),
- Gordonův růstový model,
- stavebnicová metoda,
- průměrná rentabilita,
- odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu.

Náklady na vlastní kapitál CAPM

Model kapitálových aktiv CAPM patří (i přes všechny jeho nedostatky) v oceňovací praxi k často používaným modelům. Podstatou modelu je, že rozkládá celkové riziko spojené s investicí na dvě složky: systematické (nediverzifikovatelné) riziko, které je společné všem podnikům, vyplývá z celkového vývoje ekonomiky, ve kterém podnik působí a specifické riziko (diverzifikovatelné), které se váže ke konkrétnímu podniku, odvětví, lze ho snížit diverzifikací v rámci portfolia. Model CAPM říká, že každý investor je odměňován za systematické riziko, které na sebe bere. Model CAPM stanovuje tzv. rizikovou prémii, která je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou. Riziková premie je pak proporcionální k nediverzifikovatelnému riziku cenného papíru.

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

r_e = náklady na vlastní kapitál v %

r_f = bezriziková úroková míra (výnosnost)

β = koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

r_m = průměrná výnosnost celého kapitálového trhu

$(r_m - r_f)$ = riziková prémie

Beta je vyjádřením úrovně jednotlivého cenného papíru, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Pokud je $\beta = 1$, je riziko a v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie (tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni kapitálového trhu jako celku. Je-li β větší nebo menší než 1, je výnosová přírážka větší nebo menší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu [9].

Stavebnicová metoda

Tato metoda je velmi podobná modelu CAPM, princip spočívá v tom, že se k bezrizikové úrokové míře přičte určitá přírážka za riziko. Na rozdíl od metody CAPM se ale zaměřují na obě složky rizika – systematickou i nesystematickou. Přírážky vycházejí z posouzení rizika oboru, trhu, výrobních procesů, finančních rizik, konkurence, rizik managementu a dalších. Příkladem stavebnicového modelu v podmínkách ČR je model INFA manželů Neumaierových, který je pro výpočet nákladů na kapitál využíván i Ministerstvem průmyslu a obchodu¹.

1.3.1.3 Modely založené na EVA

Ekonomická přidaná hodnota (EVA – economic value added) se v posledních letech stále více prosazuje v ekonomické praxi jako nástroj řízení podniků, k hodnocení a odměňování manažerů, měření výkonnosti podniků a samozřejmě také k oceňování podniku. Základním

¹ více na [http: www. mpo.cz](http://www.mpo.cz)

principem metody EVA je, že se ocenění neprovádí z pohledu podniku, ale z pohledu akcionáře (investora), kterého zajímá tzv. ekonomický zisk, který podnik dosahuje tehdy, pokud jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady na kapitál (včetně nákladů na vlastní kapitál). Koncept EVA je moderním ukazatelem výkonnosti, který sice využívá informace z účetnictví, ale svou strukturou překonává tradiční nedostatky ukazatelů rentability. Oproti měřítkům výkonnosti založených na rentabilitě kapitálu vykazuje EVA tyto zásadní odlišnosti [14]:

- EVA vychází ze zisku v ekonomickém pojetí, tzn. zahrnuje též alternativní náklady investovaného vlastního kapitálu.
- EVA zahrnuje pouze výnosy a náklady, které jsou spojeny s hlavní podnikatelskou činností, a nezahrnuje výnosy a náklady spojené s mimořádnými událostmi nebo nestandardními aktivitami.
- EVA bere při výpočtu nákladů kapitálu v úvahu pouze kapitál, který je vázaný v aktivech využívaných v hlavní podnikatelské činnosti, a to pouze kapitál investorů, kteří očekávají výnos z jeho alokace do podniku.
- EVA je absolutní ukazatel, tzn. je samostatně využitelným kritériem pro hodnocení výkonnosti.

Výpočet EVA se nejčastěji znázorňuje následujícím vztahem:

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

NOPAT = provozní hospodářský výsledek po zdanění

WACC = průměrné vážené kapitálové náklady

C = kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána v hlavní činnosti

Při oceňování podniku metodou EVA vycházíme ze skutečnosti, že akcionářská hodnota a tržní hodnota se sobě rovnají. Tato tržní hodnota potom odpovídá současné hodnotě čistých výnosů investora, které vyplývají z držení akcie. Tržní hodnotu vlastního kapitálu lze spočítat následujícím způsobem:

Tab. 3 Vymezení tržní hodnoty VK

1.	Tržní hodnota operačních (provozně potřebných) aktiv
2.	+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
3.	- Tržní hodnota úročených závazků
4.	= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2007. str. 295

Rozhodující úlohu v tomto přístupu k ocenění má hodnota přidaná trhem – MVA. Jedná se o současnou hodnotu budoucích EVA. Zatímco EVA měří úspěch společnosti za minulé období, MVA vyjadřuje očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti v budoucnosti. MVA lze počítat dvěma způsoby [9]:

- 1) Ex post jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA).
- 2) Ex ante jakou současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA).

Pro výpočet opět volíme obvykle dvoufázovou metodu, stejně jako u metody DCF:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

EVA_t = EVA v roce t

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění

T = počet let explicitně plánovaných EVA

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 = ostatní (neoperativní) aktiva k datu ocenění

Metody EVA a DCF dávají stejný výsledek ocenění, pokud jsou splněny následující podmínky [9]:

- v obou metodách jsou použité stejné WACC,
- je použitý stejný zisk, tj. výpočet volných peněžních toků u metody DCF vychází rovněž z NOPAT,
- u metody DCF i EVA se použije stejný provozně nutný kapitál NOA.

1.3.1.4 Metoda kapitalizovaných výnosů

Další výnosová metoda je založena na kapitalizaci některého z ukazatelů výkonnosti společnosti jako např. zisku nebo dividendy. Jedná se o metodu, která je používána zejména v německy mluvících zemích a patří mezi metodu „netto“ (equity), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro držitele vlastního kapitálu. Na základě chápání čistých výnosů, rozlišujeme dvě základní varianty této metody:

- 1) výnos je určován na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji (peněžními toky), tímto pojetím můžeme tuto variantu prakticky ztotožnit s metodou DCF equity,
- 2) výnos je odvozován na základě upravených výsledků hospodaření, tedy z diskontovaného rozdílu výnosů a nákladů.

Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň, aby bylo možné získat trvale udržitelný zisk, a to následujícím způsobem [6,12]:

- Nejvýznamnější položkou, kterou je nutno opravit, jsou odpisy. Ty by se měly jen minimálně odchylovat od reálného opotřebení. Nejvěrněji tento požadavek obvykle splňují lineární odpisy, které je vzhledem k inflaci žádoucí počítat z reprodukčních cen k datu ocenění.
- Náklady a výnosy, které vyplývají z provozu majetku, jenž není nezbytně nutný pro výkon základní činnosti podniku (např. daně placené z neprovozních nemovitostí a odpisy z těchto nemovitostí), je nutné vyloučit. Stejně tak mimořádné náklady a výnosy, které se pravděpodobně nebudou opakovat, je nutné eliminovat. Náklady a výnosy, které se opakují nepravidelně, se doporučuje zprůměrovat.

- Zvláštní pozornost je třeba věnovat veškerým vlivům, které vznikly v souvislosti s uplatňováním účetních metod. Jedná se především o potřebu vyloučit vliv tvorby a rozpouštění tichých rezerv. V menších firmách s jedním vlastníkem je dále nutné zjistit, zda byla k nákladům připočtena mzda podnikatele (pokud se pracovně podílí na výkonech společnosti) nebo jiné složky osobní spotřeby spojené prokazatelně s činností podniku.
- Pro upravené hospodářské výsledky podle předchozích bodů je třeba vypočítat i upravené daně. Přičemž posuzujeme, které úpravy hospodářských výsledků by byly daňově uznatelné (například zvýšení odpisů oproti hodnotám ve skutečných minulých výkazech).

Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je obdobný jako u všech výnosových metod [9]:

- 1) Analýza a úprava dosavadních výsledků hospodaření s cílem stanovení skutečných výsledků hospodaření, které by případně mohly být rozděleny a dosáhnout srovnatelnosti a kontinuity mezi minulostí a budoucností tak, aby minulé výsledky hospodaření mohly být základem pro plánování výsledků budoucích.
- 2) Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů.
- 3) Odhad kalkulované úrokové míry.
- 4) Vlastní propočet výnosové metody a to analytickou nebo paušální metodou.

Analytická metoda

Jedná se o obdobu metody DCF, kdy se ale očekávaný výnos z podniku kalkuluje nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření. Při objektivizovaném ocenění vychází tato metoda z řady odnímatelných čistých výnosů, tj. skutečných, účetní politikou nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. V první fázi je čistý výnos v jednotlivých letech zjištěn z finančního plánu, ve druhé fázi se předpokládá stabilní výše čistého výnosu.

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + T\check{C}V / i_k * (1+i_k)^T$$

H_n = hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu

$\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T = délka období, pro které jsme schopni odhadovat čistý výnos (první fáze)

TČV = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi, uvažujeme stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů

i_k = kalkulovaná úroková míra

Paušální metoda

Paušální metoda je poněkud odlišná od ostatních výnosových metod a používá se k odhadu dolní hranice výnosové hodnoty, k odhadu výnosové hodnoty u podniků, jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná, nebo podnik nevykazuje žádné výraznější růstové tendence a je spíše vhodná pro objektivizované ocenění.

1.3.2 Majetkové ocenění podniku

Metody založené na ocenění majetku stanovují hodnotu společnosti na základě analýzy hodnoty jednotlivých položek aktiv a pasiv. Vedou ke zjištění majetkové podstaty (substance) podniku, v širším slova smyslu je pak substanční hodnota pojímána jako zastřešující pojem pro všechny varianty majetkového ocenění. Metoda substanční hodnoty vychází z předpokladu znovupořízení (reprodukce) všech aktiv společnosti (stejných nebo podobných) v současných reprodukčních cenách. Substanční hodnota pak může mít podobu „brutto“ jako hodnota stejných aktiv společnosti snižená eventuelně o přiměřené opotřebení, nebo podobu „netto“ jako reprodukční hodnota aktiv snižená o hodnotu pasiv (různých závazků). U dlouhodobých závazků (např. z obligací) je třeba propočítat aktuální hodnotu těchto závazků, tzn. přihlédnout k faktoru času. Přístup majetkového ocenění se běžně uplatňuje při investicích do další společnosti (v tomto případě řeší otázku, zda je výhodnější koupit již existující podnik nebo budovat nový), nebo při zjišťování hodnoty likvidační, při které postupujeme tak, že v podstatě simulujeme likvidaci podniku (určíme likvidační, realizovatelné ceny jednotlivých druhů aktiv a odečteme závazky a náklady na likvidaci).

Mezi tyto metody patří např. účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen, substanční hodnota na principu reprodukčních cen, likvidační hodnota aj.

1.3.3 Metody založené na analýze trhu

Metoda založená na analýze trhu určuje hodnotu společnosti prostřednictvím porovnání dané společnosti se srovnatelnými firmami, jejichž akcie jsou veřejně obchodované na kapitálových trzích. Při hledání a výběru srovnatelných veřejně obchodovatelných společností zabývajících se obdobnou činností jsou z důvodu zjištění podobnosti analyzovány takové faktory, jako jsou velikost, růst, proměnlivost výnosů, ziskovost, riziko, struktura atd. Abychom z ceny srovnatelného podniku mohli odvodit tržní hodnotu oceňovaného podniku, musíme identifikovat podobnosti a odlišnosti a spočítat tzv. multiplikátory (tržní násobitele), které se pak aplikují na provozní výsledek dané společnosti. Stanoví se tak hodnota za předpokladu obchodovatelného minoritního podílu. Aby se určila hodnota obchodovatelného většinového podílu v dané společnosti, aplikuje se ještě, je-li to nutné, prémie za kontrolu společnosti. Na rozvinutých kapitálových trzích (např. v USA) jsou metody tržního porovnávání uplatňovány v několika rovinách a to jako metoda srovnatelných podniků, metoda srovnatelných transakcí a metoda odvětvových multiplikátorů.

Jde-li o podnik, jehož akcie jsou obchodovány běžně na kapitálovém trhu, lze vycházet z aktuální ceny akcií vynásobenou počtem akcií. Dostaneme tzv. tržní kapitalizaci, která bývá často označována jako tržní hodnota podniku, ve skutečnosti se však zpravidla obě veličiny liší. Odlišnosti může způsobit cena akcie, nebo vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou akcie.

1.4 Finanční a strategická analýza

Finanční analýza

Finanční analýza patří k významným nástrojům finančního řízení, a je proto nedílnou součástí činností při oceňování podniku. Finanční analýza je formalizovaná metoda, která hodnotí minulý a současný vývoj hospodaření a zároveň je podkladem pro potřebná (budoucí) řídicí rozhodnutí. V rámci finanční analýzy existuje široká škála různých ukazatelů – stavové ukazatele (vyjadřují stav k určitému okamžiku), tokové ukazatel (zobrazují údaje za daný časový interval), rozdílové ukazatele (odvozené z rozdílu stavových ukazatelů) a ukazatele poměrové, které patří mezi základní nástroje finanční analýzy.

Poměrový ukazatel charakterizuje vzájemný vztah mezi dvěma a více položkami účetních výkazů pomocí jejich poměru. Konstrukce a výběr ukazatelů je podřízen hlavně tomu, co chceme změřit, musí být relevantní zkoumanému problému či prováděnému rozhodnutí. Klasickým rozdělením můžeme poměrové ukazatele dělit na ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity a ukazatele kapitálového trhu, využívané u podniků obchodovaných na veřejných trzích.

Postup finanční analýzy v rámci oceňování podniku lze shrnout do těchto kroků:

- prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
- sestavení analýzy základních účetních výkazů,
- vyhodnocení poměrových ukazatelů,
- zpracování souhrnného hodnocení dosažených poznatků.

Strategická analýza

Další klíčovou součástí ocenění podniku je strategická analýza, jejíž hlavním úkolem je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním. Vnější potenciál lze vyjádřit jako šance a rizika spojená s prostředím, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Analýza vnějšího potenciálu by měla být zakončena prognózou vývoje trhu. Vnitřní potenciál je schopnost podniku čelit rizikům a využívat šancí, které jsou mu nabízeny. Součástí analýzy vnitřního potenciálu je kromě analýzy konkurenceschopnosti i vyhodnocení silných a slabých stránek podniku. Strategická analýza by měla poskytnout odpovědi na tři základní otázky [9]:

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- Jaký vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb lze v souvislosti s dlouhodobou perspektivou podniku očekávat?
- Jaká rizika jsou s podnikem spojena?

Postup strategické analýzy

1. Vymezení relevantního trhu, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu)

Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu a následně zpracovat prognózu dalšího vývoje trhu. Relativní trh by měl být vymezen z hlediska věcného (produkt), území (Česká republika, regiony, trhy mimo území) a zákazníků (struktura a charakter). Nejdříve by měla být analyzována:

- základní data o trhu (PEST analýza, velikost a vývoj trhu, jeho segmentace),
- analýza atraktivity trhu (růst, velikost, intenzita přímé konkurence, bariéry vstupu atd.), která by měla přispět k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem (tato informace se pak bude promítat do prognózy trhu a do prognózy vývoje tržního podílu oceňovaného podniku) a také by měla poskytnout podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru,
- prognóza vývoje trhu jako celku (národohospodářské faktory, faktory poptávky atd.) a jeho hlavních segmentů - prognóza tempa růstu trhu či odvětví je prvním rámcem pro plánování tržeb oceňovaného podniku.

2. Analýza konkurenční síly (analýza vnitřního potenciálu)

Zabývá se částí strategické analýzy, jejímž cílem je odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Analýza vnitřního potenciálu je tvořena následujícími kroky:

- stanovení tržního podílu oceňovaného podniku,
- identifikace hlavních konkurentů,
- vymezení konkurenční síly daného podniku vůči hlavním konkurentům, nejdůležitější však je do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a celého okolí a do jaké míry je podnik schopen čelit konkurenci a možným hrozbám.

Výsledky analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly by se pak měly promítnout do posouzení perspektivnosti podniku, odhadu vývoje tržního podílu podniku a diskontní míry nebo jiných aspektů ocenění, které zachycují riziko podniku.

Konkurenční síla je dána především tím, do jaké míry je podnik silný v těch stránkách své činnosti, které jsou pro rozdělení tržních podílů rozhodující. Základní metodou je fundamentální analýza, která je založena na analýze hlavních faktorů. Tyto faktory lze rozdělit na faktory přímé (kvalita, technická vybavenost, cena, dostupnost, reklama, image firmy atd.) a faktory nepřímé (kvalita managementu, výzkum a vývoj, řízení jakosti, certifikáty kvality apod.).

3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Výsledkem této prognózy by měl být odhad možného vývoje tržního podílu oceňovaného podniku. Patří sem:

- hodnocení perspektivnosti podniku,
- prognóza růstu tržeb.

Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Při výnosové metodě se dále pracuje s generátory hodnoty. Za generátory hodnoty jsou označovány základní podnikové veličiny, které určují hodnotu podniku [9]. Principem analýzy generátorů hodnoty je zaměřit se hlavně na veličiny, které ovlivňují hodnotu podniku největší měrou. Nejčastěji bývají za generátory hodnoty označovány:

- tržby a jejich růst,
- marže z provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba, pro kterou přepokládáme generování pozitivního peněžního toku.

Sestavení finančního plánu

Sestavení finančního plánu vychází z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Základ finančního plánu proto tvoří následující položky:

- tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
- zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk,
- plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků,
- prognóza investic do dlouhodobého majetku.

Pro sestavení kompletního finančního plánu je třeba tento koncept doplnit o:

- plán financování (zejména předpokládané splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů apod.),
- plánované hodnoty dalších méně významných položek (výnosové či nákladové položky, pohledávky, závazky apod.),
- položky nesouvisející s hlavním provozem podniku,
- výplaty dividend nebo podílů na zisku.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

2 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI

Obchodní jméno:	XY, a.s.
Sídlo:	xxxxxxxxxx
IČO:	0000xxxx
Právní forma:	akciová společnost, vedená u městského soudu v Praze
Datum vzniku:	8. 2. 1991
Základní kapitál:	Společnost vydala 1 druh akcií na jméno v souladu s příslušnými právními předpisy. Veškeré akcie jsou v zaknihované podobě a jsou zaregistrovány ve Středisku cenných papírů. Akcie neobsahují žádné připojené kupóny a nejsou obchodovatelné na veřejném trhu. Celkový objem emise je 288 370 000,- Kč. Akcie jsou plně splaceny.
Počet zaměstnanců:	151 ²
Předmět podnikání:	<ul style="list-style-type: none">▪ obráběčství▪ kovářství, podkovářství▪ výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů▪ galvanizérství, smaltéřství▪ zámečnictví, nástrojařství
CZ-NACE:	2573

² Průměrný stav v roce 2010

2.1 Historie společnosti

Firma byla založena v roce 1892 nejprve jako slévárna železa. Výrobní program se v průběhu let postupně měnil přes hospodářské stroje, různé strojírenské výrobky až v padesátých letech minulého století k výrobě řemeslnického nářadí. V tomto období byla také vystavěna vlastní kovárna, což byl rozhodující krok ke stabilizaci výrobního programu. Postupně byla zaváděna výroba všech druhů utahovacích klíčů (včetně vývoje a výroby torzních momentových klíčů) a dalšího ručního nářadí (ráčny, hlavice). Významným obdobím byl pro závod rok 1992, kdy se, v rámci privatizace, stal součástí americké korporace a tím získal nejen pevné finanční zázemí, ale i možnost rozšíření výrobního a obchodního sortimentu o ruční nářadí této renomované značky. V současné době je možné předmět činnosti firmy XY, a.s. rozdělit do dvou kategorií: (1) Výroba a distribuce vlastního ručního nářadí a (2) distribuce a prodej výrobků od afilací (podniků ve skupině).

Společnost XY, a.s. má zaveden a udržuje integrovaný systém řízení společnosti a je certifikována v oblasti jakosti, životního prostředí a bezpečnosti práce dle mezinárodních norem ISO 9001:2000, ISO 14001:2004 a OHSAS 18001:2007. Tyto oblasti jsou pravidelně auditovány firmou Lloyd's Register Quality Assurance.

3 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

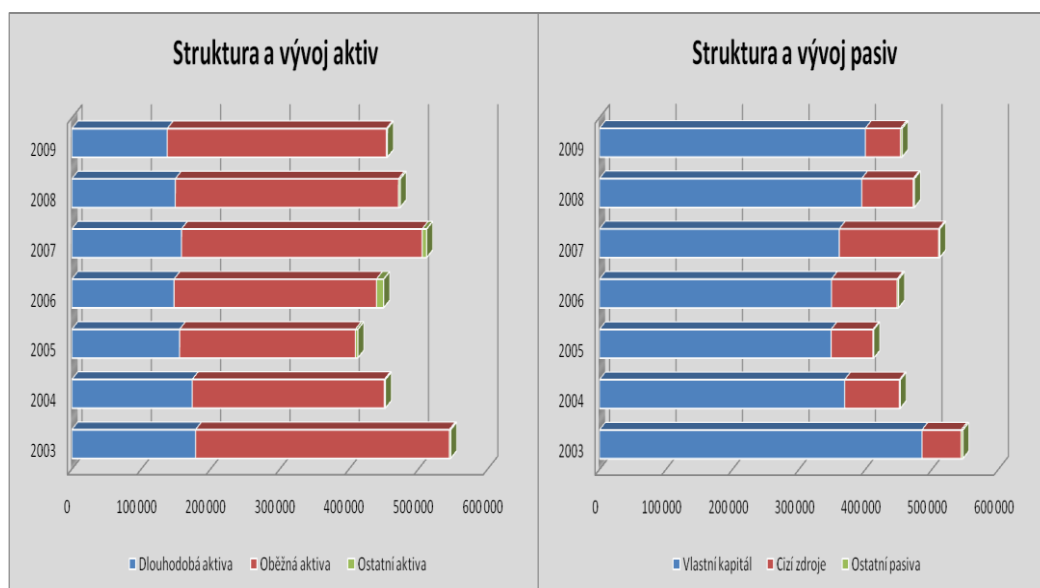
Analýza společnosti vychází převážně z informací, které čerpá z účetní závěrky podniku. Účetní závěrku v soustavě podvojného účetnictví tvoří rozvaha, výkaz zisku a ztráty a příloha, která vysvětluje a doplňuje informace v předchozích částech [21]. Výsledné informace slouží pro získání představ o vývoji dílčích účetních složek, ale i o celkové efektivitě hospodaření společnosti a poskytují základní vstupy pro finanční plán, ze kterého vychází ocenění podniku výnosovými metodami. Pro účely oceňování je ovšem nutno v průběhu práce upravovat účetní výkazy s cílem získat ekonomicky reálná data, tzn. upravit účetní informace například v závislosti na tom, zda souvisí s hlavním provozem podniku či nikoliv.

Předkládaná finanční analýza obsahuje výsledky a závěry za období 2003 – 2009. Účetnictví společnosti je vedeno v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví a prováděcí vyhláškou č.500/2002 Sb. ve znění pozdějších předpisů, ve znění vyhlášky č. 472/2003 Sb. a Českými účetními standardy pro podnikatele.

Podle zákona o účetnictví je společnost povinna ověřit účetní závěrku auditem, který byl ve sledovaném období prováděn nezávislou auditorskou firmou Ernst & Young Audit s.r.o. Výrok auditora v uvedeném období konstatoval, že účetní závěrka ve všech významných souvislostech věrně a poctivě zobrazuje aktiva, pasiva a finanční situaci společnosti XY, a.s. a výsledky jejího hospodaření a peněžní toky s účetními předpisy platnými v České republice. Na základě této skutečnosti lze považovat čísla v účetních výkazech za průkazná a úplná.

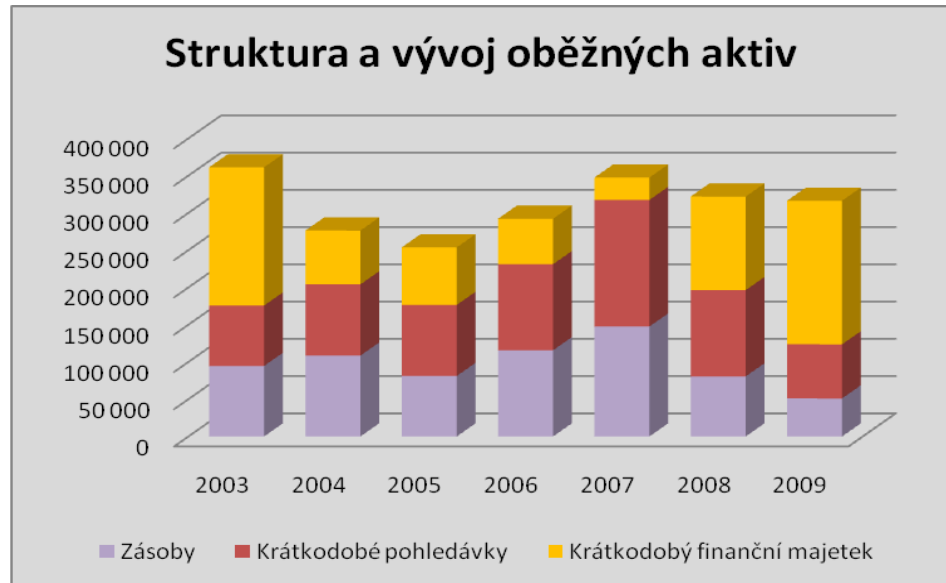
3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Základní účetní výkazy firmy XY, a.s. včetně jejich vertikální a horizontální analýzy jsou uvedeny v přílohách.



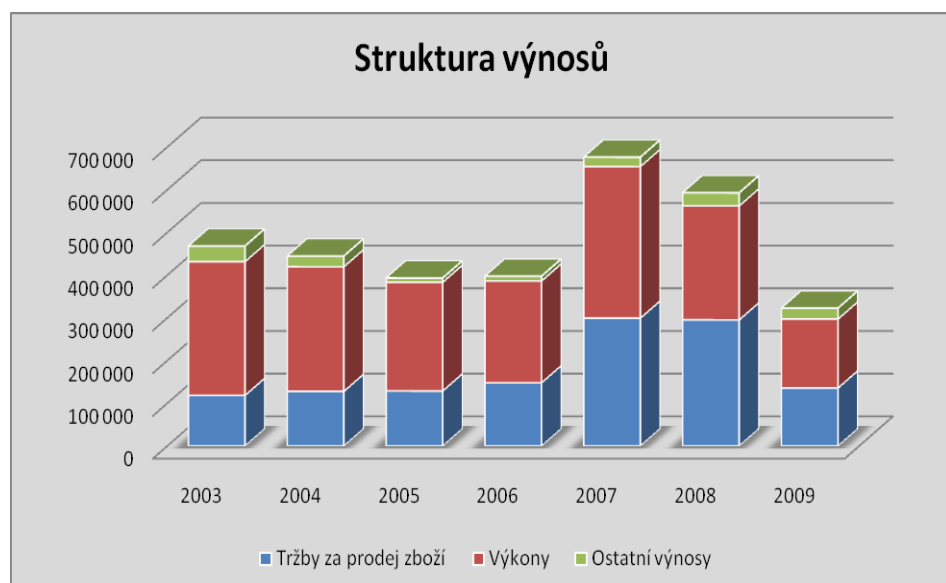
Obr. 1 Struktura a vývoj aktiv a pasiv v letech 2003 - 2009

Z hlediska majetkové a finanční struktury je patrný největší pokles u oběžných aktiv (resp. krátkodobého finančního majetku) a vlastního kapitálu (resp. výsledku hospodaření minulých let) mezi roky 2003 a 2004. Obojí pokles byl způsoben vyplacením dividend v roce 2004 v celkové výši 152 255 tis. Kč. Poměr dlouhodobého a oběžného majetku na aktivech celkem a poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů na pasivech zůstává přibližně stejný po celé období s výjimkou nárůstu cizích zdrojů v rozmezí let 2006 a 2007 a to z důvodu nárůstu krátkodobých závazků. Tento nárůst byl způsoben převedením výroby a odkoupením materiálu z Francie ke konci roku 2006. Výrazná je dále změna v rámci oběžného majetku, kde od roku 2008 klesá podíl zásob a pohledávek a naopak roste podíl finančního majetku, jako důsledek nové politiky řízení zásob a pohledávek. Společnost rovněž nevyplácí od roku 2008 dividendy.



Obr. 2 Struktura a vývoj oběžných aktiv v letech 2003 - 2009

Vlastní kapitál tvoří základní kapitál, který se po celé sledované období neměnil, povinný rezervní fond a hospodářský výsledek, který se vždy po valné hromadě přeúčtovává na hospodářský výsledek minulých let. Vzhledem k tomu, že firma vytvořila v každém roce zisk a od roku 2008 nevyplácí podíly na zisku, zvýšil se podíl vlastního kapitálu společnosti na celkových pasivech v letech 2008 až 2009 o 14 %.



Obr. 3 Struktura výnosů

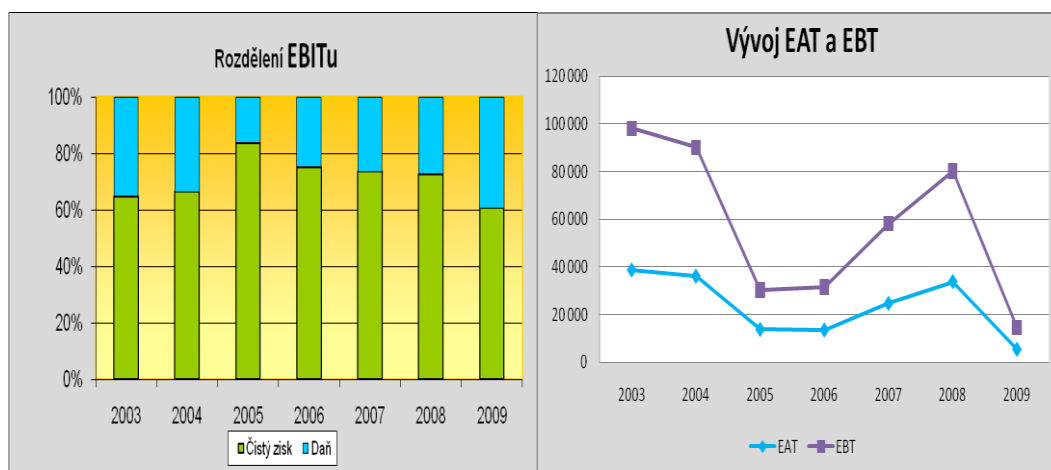
Z obr. č. 3 je patrný skokový nárůst tržeb za prodej zboží, který byl způsoben zahájením prodeje zboží v nových provozovnách Kladno a Ráječko pro zákazníka Celestica Czech Republic, s.r.o. Tato činnost byla ukončena k 31. 12. 2008. Zároveň byla v roce 2007 zahájena výroba úhlových klíčů, což znamenalo nárůst tržeb za vlastní výrobky. Podíl jednotlivých složek nákladů s výjimkou rezerv a opravných položek byl v analyzovaných letech stabilní. Na nepoužívaný majetek byla vytvořena opravná položka k 31. 12. 2006, resp. 2005, 2004 v celkové výši 24 262 tis. Kč, resp. 12 531 tis. Kč 3 531 tis. Kč. Opravná položka byla dále navýšena v roce 2008 a to o 17 230 tis. Kč a to částečně na nepoužívaný majetek a částečně na přebytečné zásoby. V roce 2009 vzhledem k poklesu zásob byla tato opravná položka rozpuštěna – 7 919 tis. Kč. Rovněž lze konstatovat pokles ostatních výnosů v roce 2004 a 2005, které byly v roce 2003 způsobeny prodejem souboru hmotného majetku a materiálu firmě Nástrojárna s.r.o., která se vyčlenila ze stávající firmy v celkové hodnotě 15 883 tis. Kč. V absolutních číslech je pak největší pokles u výnosů i nákladů v roce 2009, který byl způsoben celosvětovou krizí, která měla za následek utlumení výroby i v analyzovaném podniku – oproti roku 2007 o 49 %. Negativní vývoj pak sledujeme u vývoje ukazatelů výkonů a výkonové spotřeby, kdy hodnota výkonů klesla v porovnání roku 2006/2003 o 24 %, zatímco pokles výkonové spotřeby byl pouze 5 %.

Tab. 4 Vývoj hospodaření firmy v letech 2003 – 2009

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Provozní VH	60 470	55 712	18 031	17 140	35 980	44 850	8 847
Finanční VH	-961	-1 527	-1 590	911	-2 440	1 623	197
Daň z příjmů	20 934	18 232	2 673	4 486	8 910	12 705	3 551
VH za běžnou činnost	38 575	35 953	13 768	13 565	24 630	33 768	5 493
Mimořádný VH	0	0	0	0	0	0	0
EAT	38 575	35 953	13 768	13 565	24 630	33 768	5 493
EBT	59 509	54 185	16 441	18 051	33 540	46 473	9 044
EBIT	59 616	54 309	16 572	18 082	33 567	46 494	9 045
EBITDA	84 387	70 870	33 274	33 940	50 502	64 020	28 297

Zdroj: vlastní výpočty

V tabulce č. 4 je pak sumarizován přehled vývoje výsledku hospodaření a jeho jednotlivých součástí. Z tabulky je vidět prudký pokles výsledku hospodaření v roce 2005, 2006 a 2009 (bez hlubší analýzy z již dříve popsaných skutečností). Z obrázku č. 4 je patrný poměr rozdělení EBITu, který byl nejlepší v roce 2005. Firma kromě krátkodobých eskontních úvěrů nevyužívá úplatné cizí zdroje, tudíž nevykazuje žádné úroky.



Obr. 4 Rozdělení EBITu a vývoj EAT a EBT

Analýza výkazu peněžních toků

Tab. 5 Vývoj toků peněžní hotovosti – XY, a.s. v letech 2003 - 2009

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Stav PP na začátku období	120 110	185 457	72 181	77 209	60 982	29 940	125 540
CF z provozní činnosti	66 819	39 906	50 739	18 445	7 162	113 456	67 545
CF z investiční činnosti	-1 472	-8 819	-6 273	-18 177	-26 307	-16 490	-383
CF z finanční činnosti	0	-144 363	-39 438	-16 495	-11 897	-1 366	-7
Čisté snížení (zvýšení) PP	65 347	-113 276	5 028	-16 227	-31 042	95 600	67 155
Stav PP na konci období	185 457	72 181	77 209	60 982	29 940	125 540	192 695

Zdroj: vlastní výpočty

V tabulce č. 5 je uveden ve zkrácené podobě vývoj peněžních toků společnosti, rozdělený podle činností na čistý peněžní tok z provozní, investiční a finanční činnosti. Kladně můžeme hodnotit CF z provozní činnosti, která je každoročně pozitivní. CF z investiční činnosti dosahují v uvedených letech záporných hodnot a to z důvodu investiční aktivity podniku. Nejvýznamnější investicí v roce 2006 a 2007 byla investice do převedení výroby úhlových klíčů z Francie. Další stěžejní investice byly zaměřeny na pokračování zeštíhlování výroby. V roce 2009 byl CF z investiční činnosti ovlivněn příjmem z prodeje stálých aktiv. CF z finanční činnosti dosahuje záporných hodnot z důvodu každoroční výplaty dividend, počínaje rokem 2004 až do roku 2007.

V následující tabulce je porovnán vývoj provozního CF s vývojem zisku. V porovnání se ziskem má CF výhodu menšího vlivu účetních postupů jako jsou např. zvolené metody odpisování, tvorba rezerv apod.). Z tohoto důvodu se také někdy používá místo zisku v ukazatelích rentability.

Tab. 6 Srovnání CF a zisku (v tis. Kč)

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Provozní VH	60 470	55 712	18 031	17 140	35 980	44 850	8 847
CF z provozní činnosti	66 819	39 906	50 739	18 445	7 162	113 456	67 545

Zdroj: vlastní výpočty

Největší rozdíl je v roce 2008, který byl způsoben kromě jiného právě tvorbou opravných položek a rezerv (17,3 mil. Kč) a změnou stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu (44 321 mil. Kč).

Analýza čistého pracovního kapitálu

V následující tabulce je uveden vývoj ČPK, který dosahoval v každém roce kladnou hodnotu, tzn. krátkodobý majetek, který je určený ke splácení krátkodobých závazků, je trvale vyšší než krátkodobé závazky. Největší pokles byl zaznamenán mezi roky 2003 a 2004 z důvodu výplaty dividend. V následujících letech dosahovala hodnota ČPK zhruba stejných hodnot.

Tab. 7 Vývoj čistého pracovního kapitálu – XY, a.s.

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Zásoby	94 694	108 546	81 167	115 664	147 525	80 656	51 007
Krátkodobé pohl.	80 980	95 531	95 333	115 507	169 889	115 719	72 611
Krátkodobý FM	185 457	72 181	77 209	60 982	29 940	125 540	192 695
Dlouhodobé pohl.	5 077	1 002	0	0	0	161	0
Oběžná Aktiva	366 208	277 260	253 709	292 153	347 354	322 076	316 313
Krátkodobé závazky	45 697	66 994	52 563	92 093	143 688	72 606	47 754
Krátkodobé BÚ	1 661	2 512	825	296	0	0	0
Krátkodobé závazky	47 358	69 506	53 388	92 389	143 688	72 606	47 754
Pracovní kapitál netto	318 850	207 754	200 321	199 764	203 666	249 470	268 559

Zdroj: vlastní výpočty

3.2 Finanční poměrová analýza

Tato část je věnována rozboru finančních ukazatelů podniku a z nich odvozeným poměrovým ukazatelům. Cílem je blíže analyzovat současné finanční zdraví podniku a jeho vývoj v čase.

1. Ukazatele likvidity a dlouhodobé finanční stability

Ukazatele krátkodobé likvidity jsou považovány za základní indikátory platební schopnosti firmy. Pozitivně je hodnocena stabilita ukazatelů. Všechny významnější změny ukazatelů likvidity v čase je třeba podrobit další analýze a zjistit příčiny, které ke změně vedly.

Tab. 8 Ukazatele likvidity

Likvidita	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Okamžitá – likvidita 1. st.	3,92	1,04	1,45	0,66	0,21	1,73	4,04
Pohotová – likvidita 2. st.	5,63	2,41	3,23	1,91	1,39	3,32	5,56
Běžná – likvidita 3. st.	7,73	3,99	4,75	3,16	2,42	4,44	6,62
ČPK/OA	87 %	75 %	79 %	68 %	59 %	77 %	85 %
ČPK/A	58 %	46 %	49 %	44 %	40 %	53 %	59 %

Zdroj: vlastní výpočty

Běžná, pohotová i hotovostní likvidita podniku je vyšší než hodnota u podniků odvětví a to ve všech analyzovaných letech. Dle obecně doporučených hodnot³ přesahuje firma některé z těchto ukazatelů několikanásobně. Firma se v tomto případě nechová ekonomicky, neboť váže až zbytečně velké finanční prostředky na bankovním účtu. Extrémních hodnot dosahovala firma v roce 2003 a to z důvodu kumulování finančních prostředků z nerozděleného zisku z minulých let, které byly použity v roce 2004 k výplatě dividend v hodnotě 144 mil. Kč. Jelikož je rozdělení a použití zisku schvalováno majoritním vlastníkem, nemohla společnost tyto hodnoty nijak ovlivnit. Na konci roku 2006 se hodnoty ukazatelů likvidity daleko více přiblížily hodnotám vykazovaným v odvětví, které téměř kopírovaly hodnoty doporučené MPO – konkrétně pro běžnou likviditu to byla hodnota 1,53, pro pohotovostní likviditu 0,93 a pro hotovostní 0,21. Pokud bychom se podívali na tuto skutečnost přes strukturu tohoto ukazatele, tak za poklesem hodnot těchto ukazatelů stál nejen pokles finančního majetku, ale rovněž se na dvojnásobek zvýšila hodnota jmenovatele (krátkodobých závazků).

Tab. 9 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Struktura kapitálu	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Míra zadluženosti	0,12	0,22	0,18	0,28	0,41	0,20	0,13
Celková zadluženost	11 %	18 %	15 %	22 %	29 %	16 %	12 %
Dlouhodobé cizí zdroje/cizí zdroje	14 %	10 %	6 %	2 %	1 %	0 %	3 %
Dlouhodobé cizí zdroje/dlouhodobý kapitál	2 %	2 %	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %
Krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji	2,76	2,17	2,27	2,38	2,29	2,64	2,92
Úrokové krytí	557,16	437,98	126,50	583,29	1243,22	2214,00	9045,00

Zdroj: vlastní výpočty

³ Obecně doporučované orientační hodnoty likvidity:

Likvidita 1. stupně 0,2 – 0,3

Likvidita 2. stupně 0,9 – 1,1

Likvidita 3. stupně 1,5 – 2,0

Tyto ukazatele vypovídají o finanční závislosti nebo nezávislosti firmy. Jejich hodnocení je nutno provádět vždy v kontextu s dalšími ukazateli a to zejména s ukazateli rentability a likvidity.

Zadluženost podniku XY, a.s. je na velmi nízké úrovni a vzhledem k odvětví je hluboko pod vykazovanými hodnotami. Do roku 2006 firma využívala pouze krátkodobé eskontní úvěry při eskontování směnek. Pro případ potřeby dalších zdrojů má firma sjednanou dohodu s bankou o poskytnutí okamžitého úvěru. Z údajů z tabulky je rovněž zřetelné, že podnik používá vlastní (dlouhodobý) kapitál i ke krytí oběžných (krátkodobých) aktiv, čímž splňuje zlaté pravidlo financování, což však v tomto případě znamená používání nejdražšího možného zdroje. Podnik je tzv. překapitalizovaný, a tudíž neefektivní, protože cena dlouhodobého kapitálu jak cizího, tak i vlastního, bývá pro podnik vyšší, než cena kapitálu krátkodobého.

2. Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity hodnotí schopnost podniku využívat vložených prostředků. Určuje se rychlost obratu jednotlivých složek majetku, resp. vázanost kapitálu v určitých formách aktiv. V praxi se používají zejména ukazatele, kteří určují počet obrátek nebo měří dobu, po kterou je majetek v určité formě vázán.

Tab. 10 Ukazatele aktivity

Aktivita	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv z tržeb	0,77	0,91	0,93	0,85	1,24	1,19	0,67
Doba obratu zásob z tržeb	80,58	94,38	76,22	108,91	83,64	51,46	59,83
Doba obratu pohledávek z tržeb	68,91	83,06	89,53	108,76	96,32	73,84	85,17
Upravená hodnota pohledávek		52,33	63,82	66,61	56,83	42,98	37,18
Doba obratu závazků z tržeb	38,89	58,25	49,36	86,71	81,47	46,33	56,01
Upravená hodnota závazků		10,79	27,99	35,32	45,77	28,87	29,38

Zdroj: vlastní výpočty

Protože firma kupuje zboží a prodává výrobky podnikům ve skupině – doba splatnosti těchto pohledávek a závazků je nastavena na 90 dní a je zaručeno jejich zaplacení, jsou ukazatelé doby obratu závazků a pohledávek značně zkreslené a na první pohled vyšší než

hodnoty v odvětví. Hodnota pohledávek a závazků ve skupině navíc rok od roku roste, takže se tento vliv projevuje stále markantněji. V tabulce č. 10 jsou proto dopočítány i očištěné ukazatele o tyto pohledávky resp. závazky. Jak je z tabulky patrné, činí tento rozdíl u pohledávek v roce 2009 až 48 dní. Doba obratu očištěných pohledávek dlouhodobě klesá, což můžeme hodnotit jako pozitivní trend.

Společně s dobou obratu pohledávek je třeba analyzovat ukazatel doby obratu závazků. Porovnáme-li oba ukazatele (očistěné od afilačních pohledávek a závazků) ve všech letech 2003-2009 zjistíme, že společnost platí své závazky dříve, než dostává zaplacený své pohledávky. Je to dáno i skutečností, že firma poskytuje svým odběratelům na základě výše odběru zboží, platební morálky apod. úvěrové limity a ty pak odběratel využívá dle stanovené doby splatnosti – od 14 do 60 dnů.

3. Ukazatele rentability

Rentabilita hodnotí úspěšnost dosahování podnikatelských cílů a je charakterizována poměrem zisku k nějaké základně, s jejíž pomocí bylo zisku dosaženo např. k aktivům, nákladům, tržbám, výkonům. Za zisk používáme nejčastěji EBIT, EBT a EAT.

Tab. 11 Ukazatel rentability

Rentabilita a nákladovost	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rentabilita aktiv (ROA)	10,90 %	12,00 %	4,02 %	4,02 %	6,56 %	9,81 %	1,99 %
Rentabilita vlastního kapitálu (REO)	7,95 %	9,74 %	3,95 %	3,89 %	6,83 %	8,56 %	1,37 %
Rentabilita úplatného kapitálu	12,24 %	14,62 %	4,74 %	5,18 %	9,30 %	11,78 %	2,26 %
Rentabilita tržeb (ROS)	9,12 %	8,68 %	3,59 %	3,55 %	3,88 %	5,98 %	1,79 %
Rentabilita výnosů	12,73 %	12,21 %	4,21 %	4,55 %	4,96 %	7,84 %	2,80 %

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnota ROE i ROA je v roce 2004 u sledovaného podniku velmi dobrá, protože se nachází zhruba 1,5 % nad hodnotou v odvětví. V roce 2005 a v roce 2006 však došlo k dramatickému poklesu, který byl dán především vysokým poklesem zisku (2,6x). I když je rentabilita vlastního i celkového kapitálu výrazně nižší než ziskovost v odvětví, jsou dosahovaná procenta výrazně vyšší než výnosové úroky poskytované bankou. Bez hlubší

analýzy lze konstatovat, že problém spočívá ve výrobní části podniku, která je od roku 2005 ztrátová a zisk je dosahován pouze z prodeje zboží. Specifický je pak rok 2009, kdy vlivem celkové krize podnik dosahoval velmi nízkých hodnot.

Společný vliv faktorů – úrokové redukce zisku a finanční páky lze vyjádřit jejich součinem, který se nazývá multiplikátor kapitálu akcionářů. Pokud je tento ukazatel větší než 1, což v případě společnosti XY, a.s. platí ve všech analyzovaných letech, zvyšování podílu cizích zdrojů má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.

Tab. 12 Multiplikátor vlastního kapitálů

Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Provozní ziskovost tržeb	0,14	0,13	0,04	0,05	0,05	0,08	0,03
Obrat celkových aktiv	0,77	0,91	0,93	0,85	1,24	1,19	0,67
Úroková redukce zisku	1,00	1,00	0,99	1,00	1,00	1,00	1,00
Finanční páka	1,13	1,23	1,18	1,29	1,42	1,20	1,14
Daňová redukce zisku	0,65	0,66	0,84	0,75	0,73	0,73	0,61
ROE	0,08	0,10	0,04	0,04	0,07	0,09	0,01
Multiplikátor	1,12	1,22	1,17	1,29	1,42	1,20	1,14

Zdroj: vlastní výpočty

4. Souhrnné ukazatele

V rámci finanční analýzy lze finanční pozici a zdraví firmy vyjádřit i pomocí souhrnných ukazatelů, jejichž vypovídací schopnost je ovšem omezená. Jedním z těchto ukazatelů je Altmanův model⁴, při kterém se považují podniky s výsledkem větším než 2,99 za finančně stabilní podniky a podniky s výsledkem menším než 1,81 za podniky s velmi silnými finančními problémy. Při Z-skóre v rozmezí 1,81 až 2,99 má podnik nevyhraněnou finanční situaci. Dle tohoto ukazatele je analyzovaný podnik finančně stabilní s výjimkou let 2006 a 2007. V těchto letech došlo k prudkému nárůstu cizích zdrojů, resp. krátkodobých závazků a došlo tak ke zhoršení poměru VK a cizích zdrojů.

⁴ Jedná se o upravený model z roku 1983 pro společnosti neobchodovatelné na veřejných trzích

Tab. 13 Výpočet Altmanova Z-skóre

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ČPK/Aktiva	0,42	0,33	0,35	0,32	0,29	0,38	0,42
EAT/Aktiva	0,06	0,07	0,03	0,03	0,04	0,06	0,01
EBIT/Aktiva	0,34	0,37	0,12	0,12	0,20	0,30	0,06
VK/Cizí zdroje	3,46	1,88	2,33	1,49	1,01	2,14	3,18
Tržby/Aktiva	0,56	0,63	0,62	0,52	0,65	0,57	0,37
Výsledný koef.	4,83	3,28	3,44	2,47	2,20	3,45	4,05

Zdroj: vlastní výpočty

Závěr finanční analýzy

Společnost XY, a.s. dosahovala ve všech sledovaných letech kladného provozního i celkového výsledku hospodaření. Z analyzované historie si firma nejlépe vedla v letech 2003 a 2004, naopak největší pokles zisku nastal v roce 2009. Tento pokles byl způsob globální krizí, která měla za následek dramatický propad poptávky pro produkci dané firmy. Z účetních výkazů vyplývá, že firma vytvořila v tomto roce zisk hlavně díky rozpuštění rezerv v hodnotě 7,8 mil. Kč.

Pozitivně je možno hodnotit snižující se dobu obratu pohledávek a zásob a zvyšující se dobu obratu závazků.

Negativně hodnotím fakt, že firma využívá dlouhodobé zdroje ke krytí oběžných krátkodobých aktiv.

Na základě celkového hodnocení pomocí Altmanova Z-skóre se podnik jeví jako nadprůměrně finančně zdravý a nespěje k bankrotu.

Výše uvedené závěry finanční analýzy potvrzují předpoklad neomezeného trvání podniku tzv. princip „going concern“, čímž splňuje základní podmínku pro použití výnosových metod oceňování.

4 STRATEGICKÁ ANALÝZA A SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Podnik při provozování svých ekonomických aktivit musí čelit řadě vlivů, jako je například politická stabilita, míra inflace, směnné kurzy, dovozní omezení týkající se surovin apod. Všechny tyto vlivy vznikají mimo podnik, ale mohou významně působit na efektivnost podniku a jeho úspěšnost. Dříve než vymezím relevantní trh firmy XY, a.s., provedu analýzu makroekonomického prostředí s predikcí vývoje hlavních makroekonomických ukazatelů do roku 2015.

4.1 Makroekonomické prostředí

Politické prostředí

V průběhu roku 2009 a první poloviny roku 2010 zažila Česká republika relativně dlouhé působení tzv. nepolitické vlády v čele s Janem Fischerem, která vznikla po úspěšném vyjádření nedůvěry vládě v čele s Miroslavem Topolánkem 24. března 2009. Tato úřednická vláda přivedla zemi k předčasným parlamentním volbám v červnu roku 2010. V těchto volbách se objevilo několik zajímavých jevů. K těm nejdůležitějším můžeme zařadit historicky nejnižší zisky dvou hlavních politických stran ODS a ČSSD, neprosazení se menší a tradiční strany KDU-ČSL do poslanecké sněmovny, neúspěch v předchozím období ve Sněmovně zastoupené Strany zelených a naopak vstup nových subjektů do zastupitelského sboru - politické strany Věci veřejné a politické strany TOP09 podporované STAN. Na základě povolebního vyjednávání pak vznikla poprvé od roku 1996 vláda, která má proreformní program a zároveň solidní většinu v parlamentu tvořenou 118 poslaneckými mandáty. Nečasova koaliční vláda pravého středu tak má silný mandát k restrukturalizaci veřejných financí a k provedení potřebných reforem zdravotnictví a penzijního systému. Očekává se snižování rozpočtových deficitů, což by mohlo pozitivně ovlivnit smýšlení investorů o České republice.

Ekonomické prostředí

Za ekonomické vlivy okolí podniku lze považovat i základní makroekonomické ukazatele jako je např. vývoj HDP, inflace, obchodní bilance, vývoj směnný kurzů a další. V tabulce č. 14 uvádím očekávaný vývoj hlavních ekonomických indikátorů pro Českou republiku na období následujících pěti let.

Tab. 14 Vývoj hlavních ukazatelů

Ekonomické indikátory	2009	2010	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Reálný růst HDP (%)	-4,1 %	2,3 %	2,0 %	3,1 %	2,9 %	3,0 %	2,9 %
Rozpočtová bilance (v %HDP)	-5,9 %	-4,8 %	-4,6 %	-3,9 %	-3,5 %	-3,3 %	-2,8 %
Vládní dluh (v %HDP)	34,0 %	39,2 %	43,1 %	45,4 %	46,6 %	47,5 %	48,7 %
Směnný kurz CZK/USD (prům.)	19,05	19,1	19,1	19,8	19,8	19,8	19,4
Směnný kurz CZK/EUR (prům.)	26,4	25,3	24,2	23,7	23,3	23,0	22,7
Spotřebitelské ceny (prům.)	1,0 %	1,5 %	2,2 %	2,3 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %
Ceny výrobců (prům.)	-3,1 %	1,2 %	3,5 %	3,0 %	2,8 %	2,3 %	2,2 %

Zdroj: The Economist Intelligence Unit

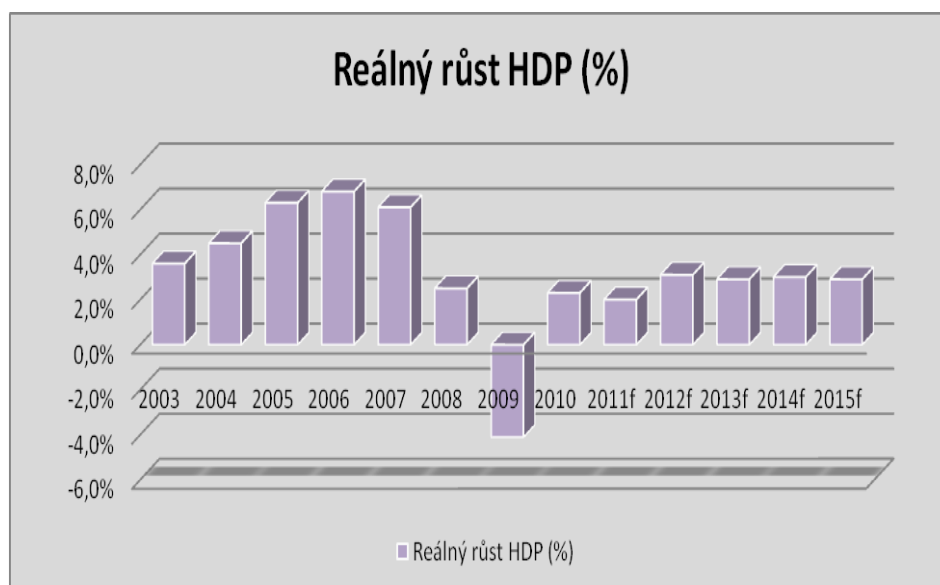
Poznámka f = předpověď

V hospodářském vývoji roku 2010 se prosadily zřetelné známky zotavení. HDP České republiky dosáhl růstu 2,2 % a profitoval zejména z obnovení hospodářského růstu v Evropské Unii, jejíž výkonnost se zvýšila o 1,8 %. Pro domácí ekonomiku bylo klíčové, že se mezi nejrychleji rostoucí země EU zařadilo Německo (3,6 %), na kterém je domácí průmysl značně závislý. Ze zlepšení vnějšího prostředí profitovala zvýšená produkce zpracovatelského průmyslu a vyšší obrat zahraničního obchodu. Hlavními cílovými destinacemi tuzemské produkce zůstaly i v roce 2010 země EU, kam směřovalo téměř 84 % českého exportu.

V letošním roce by česká ekonomika měla pokračovat v příznivém vývoji, ale s nižší dynamikou růstu kolem 2 %, jež by mělo korespondovat s růstem největšího obchodního partnera České republiky, tzn. zemí eurozóny. Česká ekonomika nicméně nadále zůstává poznamenána strukturálními závislostmi, které ji činí vysoce citlivou na vývoji ekonomického cyklu v zahraničí a ovlivňují její celkovou mezinárodní konkurenceschopnost.

V období let 2012 – 2015 je očekáván silnější hospodářský růst, který však nedosáhne hodnot růstu z let 2005 – 2007, kdy dosahoval 6 %. V krátkodobém horizontu bude česká velmi pro-exportně orientovaná ekonomika ovlivněna slabým růstem zemí eurozóny, jež se budou snažit snížit schodky veřejných rozpočtů. Soukromá spotřeba v roce 2010 rostla jen velmi mírně vzhledem k úsporným fiskálním opatřením, pomalému růstu mezd a zhoršenému přístupu k úvěrům. Z pohledu konkurenceschopnosti tuzemské produkce bylo důleži-

tým rysem obnovení tendence rychlejšího růstu produktivity práce (15,8 %) než mezd (průměrná nominální mzda v průmyslu se meziročně zvýšila o 4,4 %, reálná o 3,2 %)



Obr. 5 Reálný růst HDP (%)

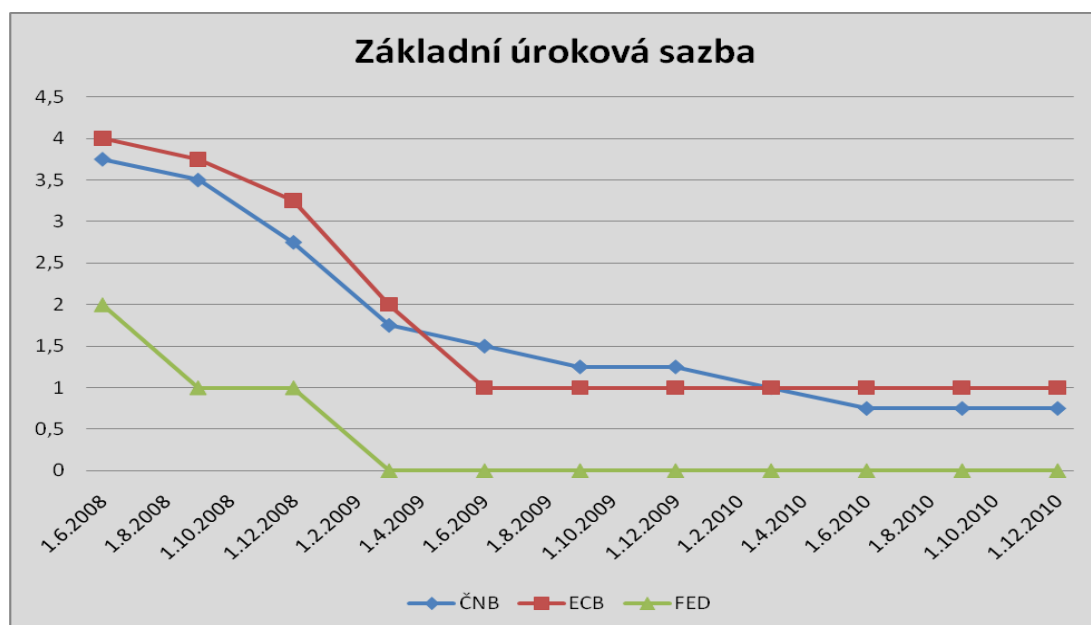
Po propadu v roce 2009 došlo v roce 2010 již k mírnému růstu cenové hladiny zejména z důvodu postupného růstu komodit na světových trzích, růstu nepřímých daní a postupným snižováním cenové deregulace nájemného. Míra inflace dosáhla v roce 2010 růstu ve výši 1,5 %. Pro následující období lze očekávat, že bude fluktuovat v rozmezí 2 % - 2,5 %, což odpovídá inflačnímu cíli ČNB. Vývoj směnného kurzu české koruny byl determinován hlavně událostmi na světových trzích než fundamentálními daty z domácí ekonomiky. V průměru za rok 2010 meziročně zhodnotila vůči euru o 4,4 %, zatímco na páru s dolarem nepatrně oslabila o 0,3 %. Dlouhodobým trendem je posilování koruny vůči oběma referenčním měnám. Toto dlouhodobé zhodnocování koruny na jedné straně snižuje pohledávky domácích vývozců, ale zároveň snižuje závazky dovozců v korunovém vyjádření, což například tlumí rostoucí ceny komodit. Koruna bude i v následujícím období náchylná na změny na světových trzích, do budoucna je očekáváno její mírné posílení vůči euru. Vývoj kurzu bude také významně ovlivněn postojem vlády k problematice přistoupení České republiky k eurozóně.

Fiskální a monetární politika

Deficit státního rozpočtu je pro rok 2011 plánován ve výši 4,6 % hrubého domácího produktu. Vláda plánuje, že do roku 2013 sníží deficit státního rozpočtu pod 3 % HDP. Mezi jednotlivé kroky k naplnění těchto cílů patří například snížení nákladů ministerstev a vládních organizací o 10 %, snížení podpory stavebního spoření, redukce daňového osvobození emisních povolenek, sjednocení sazeb DPH apod.

Vzhledem ke klesající inflaci a kurzu koruny blízko historického maxima ČNB začala v srpnu 2008 uvolňovat měnovou politiku; v průběhu šestnácti měsíců postupně snížila svou hlavní sazbu o celkem 275 bazických bodů na hodnotu 1,0 %. Nízká inflace a silný kurz koruny, který ji ještě tlumil, umožnil ČNB v květnu 2010 ještě dále uvolnit měnovou politiku snížením úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace o 25 na úroveň 0,75 %, což představuje historicky nejnižší hodnotu. ČNB stanovila v lednu 2010 nový inflační cíl ve výši 2 % s pásmem +/- 1 procentní bod.

Srovnání vývoje referenčních úrokových sazeb v průběhu krize až do současnosti ukazuje následující graf.



Obr. 6 Vývoj základních referenčních sazeb

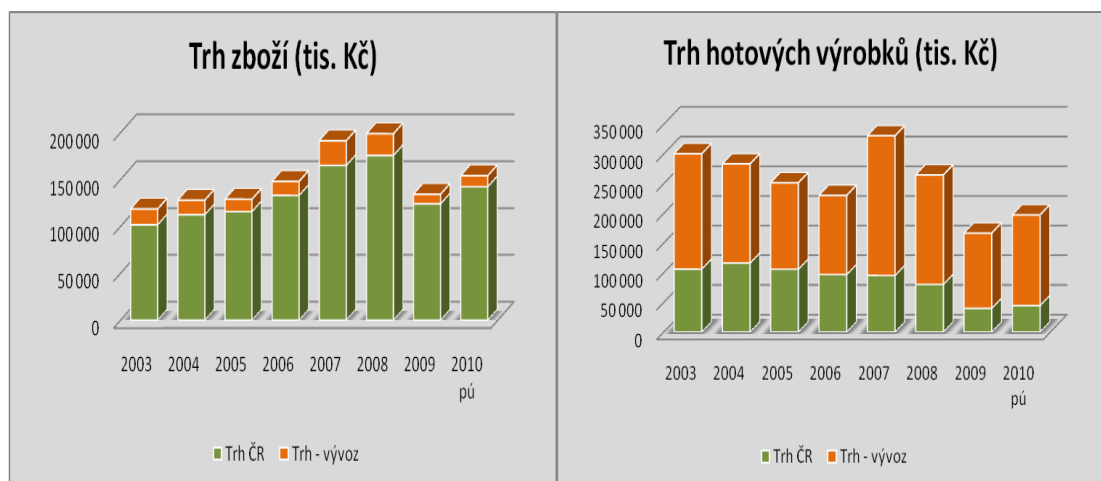
4.2 Vymezení relevantního trhu

Relevantní trh je vymezen z následujících hledisek:

- Teritoriální hledisko.
- Produktové hledisko.
- Vymezení z hlediska zákazníků.
- Vymezení z hlediska konkurentů.

4.2.1 Teritoriální hledisko

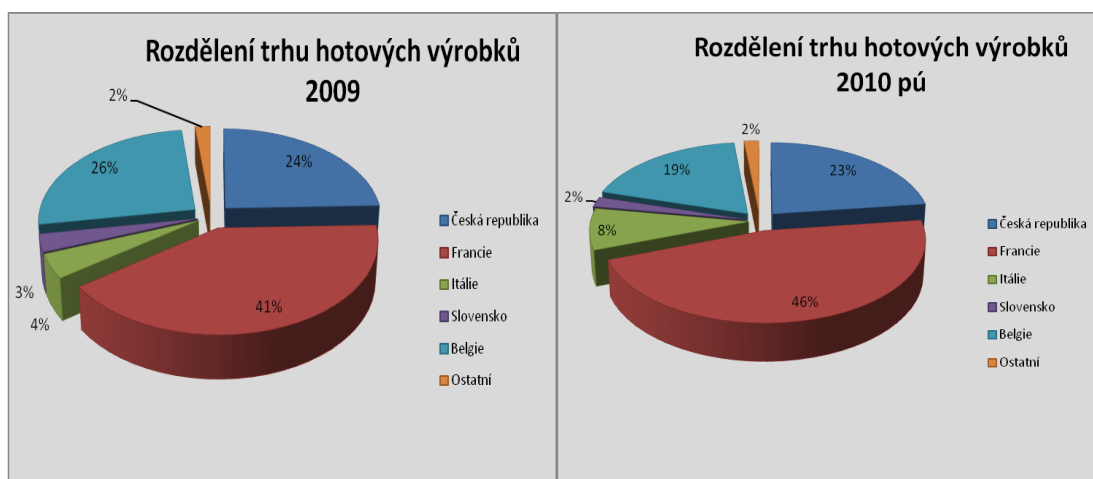
Společnost XY, a.s. obchoduje se všemi druhy ručního nářadí, část produkce sama vyrábí, zbytek dováží od spřízněných osob ve skupině. Společnost má registrovanou vlastní značku, převedením výroby úhlových klíčů z Francie v roce 2007 došlo k rozšíření sortimentu o značky nové. Rozdělení trhu je patrné z následujícího grafu - zatímco klíčový trh nakupovaného zboží tvoří trh ČR, ruční nářadí vlastní výroby slouží především na vývoz. Je to dáno tím, že stále důležitějšími obchodními partnery pro společnost jsou podniky ve skupině, pro které firma vyrábí jejich vlastní značky.



Obr. 7 Rozdělení trhu 2003- 2010⁵

⁵ Za rok 2010 jsou uvedené předběžné údaje

Více než 40 % (2009) a téměř polovina (2010) celkového vývozu hotových výrobků firma exportovala do Francie, dále se hodně vyváželo do Belgie a Itálie. Na dalších místech byl vývoz na Slovensko a do Švédska. Ve skladbě odběratelských zemí momentálně nedochází k výraznějším změnám. Nejdynamičtější nárůst v poslední době zaznamenává firma v exportu významných objemů do Francie a Itálie.



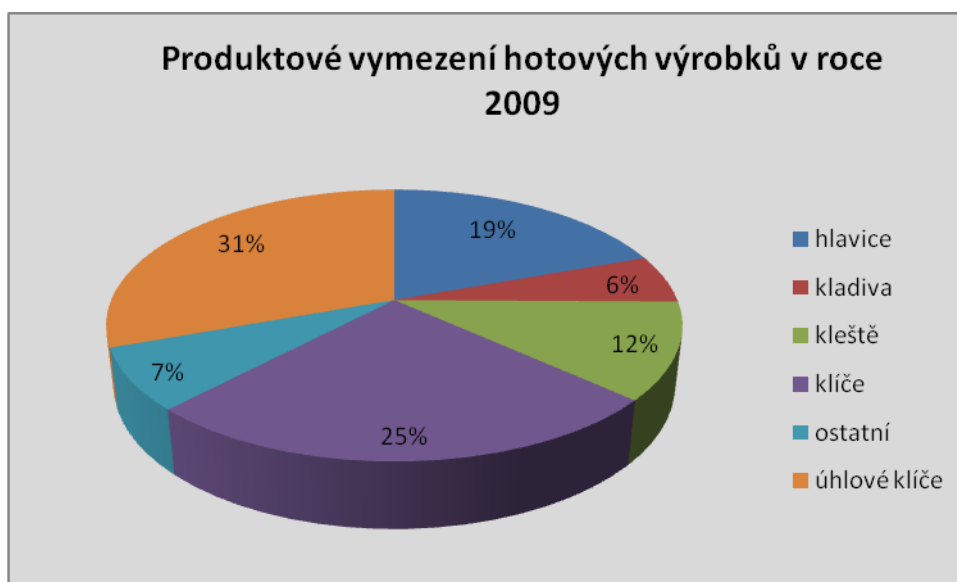
Obr. 8 Rozdělení trhu hotových výrobků 2009 - 2010

4.2.2 Produktové vymezení

Jak již bylo uvedeno společnost XY, a.s. obchoduje se všemi druhy ručního nářadí. Sektor ručního nářadí se skládá ze čtyř hlavních produktových skupin:

1. Pracovní nářadí – základní nářadí pro stavebnictví včetně utahovacích klíčů, speciálního automobilového nářadí, šroubováků, kleští, kladiv a ostatních položek, jakou jsou palice, vytahovače hřebíků apod.
2. Řezné nástroje – používané na řezání, seškrabování, vyřezávání. Největší skupinu v tomto segmentu tvoří natěračské a kamenické nářadí jakou jsou různé škrabky, užitékové nože, nástroje na řezání skla apod.
3. Ruční pily – sortiment pil pokrývá veškeré potřeby stavbařů, řemeslníků i kutilů. Zahrnují všechny typy ručních pil na řezání dřeva, sádkokartonu, pórobetonu a kombinovaných materiálů apod.

4. Ostatní ruční nástroje – reprezentované většinou hoblíky, vrtáky, pilníky, rašplemi, vodováhami a pneumatickým nářadím (sponkovačky, hřebíkovačky) apod.



Obr. 9 Produktové vymezení hotových výrobků v roce 2009

4.2.3 Vymezení z hlediska zákazníků

Celkovou poptávku je možné rozdělit na dvě základní skupiny zákazníků – profesionálové (70 %) a amatéři (30 %). Na základě poptávky po produkci oceňovaného podniku tvoří největší skupinu zákazníků propojené osoby ve skupině⁶. V roce 2009 tvořily tržby podniků ve skupině celkem 119 059 tis. Kč, což představovalo 39 %. V roce 2010 se zákazníci ve skupině podíleli na celkových tržbách 42 %. Převážná část zbývajících tržeb je rozdělena mezi 30 hlavních zákazníků v průmyslovém odvětví a velkoobchodu.

Klíčový zákazníci oceňovaného podniku a jejich podíl na tržbách v roce 2009:

- NAREX CONSULT a.s. – 10 %, prodej nářadí, nástrojů a měřidel
- Libor Václavík - LIBROS - 8 %, velkoobchod - železářství

⁶ Propojenými osobami se rozumí veškeré osoby ovládané stejnou ovládající osobou – mateřskou společností

- PILOUS, spol. s r.o. – 3 %, obalová řešení pro technické branže, zejména pro automobilový průmysl

4.2.4 Vymezení z hlediska konkurentů

Analyzovaná firma patří v oblasti mechanického nářadí mezi lídry trhu. Za nejdůležitější faktory, které při výběru nářadí ovlivňují nejvíce spotřebitele, lze považovat kvalitu a cenu. Na základě marketingového průzkumu, provedeného pro společnost nezávislou marketingovou firmou, lze konstatovat, že XY je tradiční značka, která je zákazníky vnímána jako značka s nejlepším poměrem kvality a ceny. Na základě zkoumaných faktorů (pomocí dotazníkového i telefonického šetření, kterého se zúčastnili jak distributoři, tak koncoví uživatelé) jsem pro přehlednost sestavil tabulku, ze které jednoznačně vyplývá, že hodnocený podnik je nad průměrem jeho konkurentů. Mezi hlavní konkurenty patří značky KNIPEX, NAREX, ZBIROVIA, BAHCO a JONNESWAY.

Tab. 15 Konkurenční síla oceňovaného podniku

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení								Váha x body
		Konkurence				Podnik				
		0	1	2	3	4	5	6		
Povědomí o značce	1							x		6
Šíře sortimentu	3						x			15
Kvalita jednotlivých značek	3						x			15
Ceny	2						x			10
Distribuce (% distributorů)	2						x			10
Image firmy	2					x				8
Intenzita reklamy	1				x					3
Ochota změny značky	1					x				4
Investice a inovace	1				x					3
Celkem	16									
Dosažený počet bodů	74									
Maximální počet bodů	96									
Hodnocení	77 %									

Zdroj: Mařík, M.: *Metody oceňování podniku*. Praha, Ekopress 2007, str. 89

4.3 SWOT analýza

SWOT analýza se zabývá zkoumáním vnějších a vnitřních faktorů působících na oceňovaný podnik. Zde jsou vyjmenovány nejdůležitější faktory týkající se silných a slabých stránek oceňovaného podniku. Zároveň jsou uvedeny jeho příležitosti a hrozby.

Silné stránky:

- známá a kladně přijímaná značka,
- široký sortiment výrobků (vlastní distribuční centrum pro všechny výrobky skupiny),
- vysoká kvalita vyráběných výrobků,
- tradice výroby od roku 1892.

Slabé stránky:

- nutnost vysokých investic do výroby a moderních technologií,
- nízká produktivita práce.

Příležitosti

- projekt převedení výroby úhlových klíčů z Francie,
- výroba nových značek,
- zeštíhlování výroby s podporou projektů KAIZEN,
- prodej výrobků do afilečných podniků.

Hrozby

- konkurence z Číny,
- cenový vývoj na světovém trhu komodit – oceli,
- primární orientace na EU.

4.4 Generátory hodnoty a finanční plán

Nezbytným podkladem pro výnosové ocenění je finanční plán, proto cílem této kapitoly je sestavení finančního plánu společnosti XY, a.s. Před sestavením finančního plánu je nutné provést analýzu a prognózu generátorů hodnoty. Následující část práce se zabývá čtyřmi základními generátory hodnoty:

- tržbami,
- provozní ziskovou marží,
- investicemi do pracovního kapitálu,
- investicemi do dlouhodobého provozně nutného majetku.

Dříve než přistoupím k analýze generátorů hodnoty, je nezbytné rozdělit aktiva na provozně nutná a provozně nepotřebná a dále stanovit korigovaný provozní výsledek hospodaření.

4.4.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná

Za provozně nutná aktiva považujeme taková aktiva, která jsou nezbytná pro vykonávání základní činnosti podniku. Aktiva, která neslouží k hlavnímu provozu podniku, jsou označována jako aktiva nepotřebná a měla by být oceněná samostatně.

Dlouhodobý majetek

Majetek oceňovaného podniku je tvořen především dlouhodobým hmotným majetkem a to stavbami a samostatnými movitými věcmi. Společnost má v majetku stroje a zařízení, které dlouhodobě nepoužívá k podnikání (jedná se zejména o stroje z ukončených výrob). V rámci auditu je každý rok provedena analýza tohoto majetku a na základě této analýzy je na veškerý nepoužívaný majetek vytvořena opravná položka. Celá výše dlouhodobého majetku uvedeného v rozvaze je proto považována za provozně nutnou.

Oběžný majetek

Krátkodobé pohledávky a zásoby jsou v celé výši započítávány do provozně nutných aktiv, neboť firma vytváří na nedobytné a dosud vedené pohledávky opravnou položku a zásoby upravuje na základě FMV analýzy a E&O analýzy na reálnou hodnotu. Hodnota dlouhodobých pohledávek se v roce 2003 a v roce 2004 vztahovala k prodeji divize nástrojárna a lze ji označit jako provozně nepotřebnou položku. Vzhledem k vysoké likviditě vypočtené ve finanční analýze je však nutné upravit položku finanční majetek. Finanční majetek oceňované společnosti představují peníze a účty v bankách. Krátkodobé cenné papíry a podíly jsou v rozvaze zobrazeny pouze v roce 2003 a to ve výši 179 400 tis. Kč. Společnost měla peníze uložené v depozitních směnkách a vzhledem k tomu, že tato položka již v dalších letech není uváděna, můžeme ji považovat za provozně nepotřebnou. Peněžní prostředky musí každý podnik udržovat v určité výši nezbytné k zajištění svého provozu. Pro vyčlenění části neoperativního finančního majetku jsem od roku 2004 využil ukazatele hotovostní likvidity a doporučené maximální hodnoty 0,15. Ukazatel tuto doporučenou hodnotu přesahuje ve všech analyzovaných letech, proto se úprava týká celého období.

Tab. 16 Celková aktiva provozně potřebná a nepotřebná (v tis. Kč)

Položka	2003	2004	2005	2006
Dlouhodobý nehmotný majetek	183	74	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	178 495	173 742	155 583	147 542
Dlouhodobý majetek	178 678	173 816	155 583	147 542
Zásoby	94 694	108 546	81 167	115 664
Krátkodobé pohledávky	80 980	95 531	95 333	115 507
Dlouhodobé pohledávky	5 077	1 002	0	0
Ostatní aktiva	1 870	1 434	3 390	10 298
Peníze (pokladna + běžné účty)	6 057	72 181	77 209	60 982
Krátkodobé cenné papíry a podíly	179 400	0	0	0
Provozně nutné peníze	6 057	10 049	7 884	13 814
Aktiva provozně nutná	362 279	389 376	343 357	402 825
Aktiva provozně nepotřebná	184 477	63 134	69 325	47 168
	2007	2008	2009	2010
Dlouhodobý nehmotný majetek	161	205	123	40
Dlouhodobý hmotný majetek	158 173	149 215	137 585	128 010
Dlouhodobý majetek	158 334	149 420	137 708	128 050
Zásoby	147 525	80 656	51 007	51 651
Krátkodobé pohledávky	169 889	115 719	72 611	89 052

Dlouhodobé pohledávky	0	161	0	0
Ostatní aktiva	6 317	2 373	1 331	726
Peníze (pokladna + běžné účty)	29 940	125 540	192 695	208 679
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0
Provozně nutné peníze	21 553	10 891	7 163	8 158
Aktiva provozně nutná	503 618	359 059	269 820	277 637
Aktiva provozně nepotřebná	8 387	114 810	185 532	200 521

Zdroj: vlastní výpočty

4.4.2 Provozní korigovaný výsledek hospodaření

Pro další kroky je nutné vymezit korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH), který je generovaný provozně nutným investovaným kapitálem. Východiskem úprav je provozní výsledek hospodaření, ze kterého vyloučíme náklady a výnosy spojené s provozně nepotřebnými aktivy, tzn. odečteme tržby z prodeje majetku a materiálu a přičteme zůstatkovou cenu tohoto materiálu. V případě XY, a.s. je dále nutné odečíst změnu stavu rezerv a opravných položek a část ostatních provozních nákladů v roce 2008, 2009 a 2010, které vznikly šrotováním nepotřebných zásob. Zároveň je provozní výsledek upraven o obchodní marži z divize Celestika, jejíž činnost byla v roce 2008 ukončena. Výpočet KPVH zobrazuje následující tabulka.

Tab. 17 Korigovaný provozní výsledek (v tis. Kč)

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní výsledek hospodaření	60 470	55 712	18 031	17 140	35 980	44 850	8 847	22 810
Obchodní marže - Celestika					14 139	22 686	223	
Tržby z prodeje DM	19 116	13 412	1 050	934	1 609	1 271	3 442	1 100
ZC prodaného DM	19 971	8 149	759	578	1 051	1 052	1 378	703
Změna stavu rezerv a OP	-6 162	7 540	12 789	10 589	3 125	17 230	-7 778	-7 561
Ostatní náklady						6 328	5 183	6 822
KPVH	55 163	57 989	30 529	27 373	24 408	45 503	3 965	21 674
Odpisy	24 771	16 561	16 702	15 858	16 935	17 526	19 252	14 887
KPVH před odpisy a zdaněním	79 934	74 550	47 231	43 231	41 343	63 029	23 217	36 561

Zdroj: vlastní výpočty

4.4.3 Prognóza tržeb

Plán tržeb je rozdělen na plán tržeb nakupovaného zboží a plán hotových výrobků. Vzhledem k malé velikosti trhu nejsou v České republice ani v Evropě žádné dostupné prognózy jeho vývoje. Podle studie Feedonia Group Inc. je trh ručního nářadí těsně propojen se stavebnictvím. Plán tržeb zboží jsem proto primárně založil na analýze českého stavebnictví.

Stavebnictví je jedno z nejcitlivějších průmyslových odvětví na ekonomické cykly. Investiční výstavba je spolehlivým indikátorem růstu ekonomiky, při jejím poklesu pak bývá obvykle prvním postiženým odvětvím. Stavební investice mají nejvyšší vliv na poptávku, jak po ručním tak po elektrickém nářadí. Objem tržeb v českém stavebnictví poklesl v roce 2009 o 1,5 % a dosáhl celkového objemu 301,7 mld. Kč. I přes tento pokles dosáhl průměrný roční růst za období 2005-2009 hodnoty 4,1 %. Pro období 2009 až 2015 se očekává průměrný roční růst ve výši 2,7 % ⁷. Nejvyšší meziroční růst 4,5 % je očekáván v roce 2013. Predikce samotných firem je uvedena v následující tabulce. Z okolních států bude mít na analyzovaný podnik největší vliv vývoj na Slovensku.

Tab. 18 Vývoj tržeb na základě predikce firem

	Vývoj tržeb - predikce firem			
	Česká republika	Maďarsko	Slovensko	Polsko
2011	-1,4%	0,9%	0,9%	3,2%
2012	2,5%	4,7%	5,3%	N/A

Zdroj: CEEC - The Central and Eastern European Construction Research

Pro analýzu tržeb v období 2003 až 2010, byly odečteny v roce 2007 a 2008 tržby generované firmou Celestika, které v uvedených letech činily 17 %.

⁷ Zdroj: www.datamonitor.com

Tab. 19 Analýza tržeb zboží

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby	118 551	127 960	128 882	148 006	191 318	198 720	134 291	153 935
Roční tempo růstu		7,9 %	0,7 %	14,8 %	29,3 %	3,9 %	-32,4 %	14,6 %
Průměrné tempo růstu	3,3 %							

Zdroj: vlastní výpočty

Plán tržeb pro nakupované zboží je uvedený v tabulce č. 20. Tento plán byl sestaven na základě informací předpokládaného vývoje stavebnictví, predikce stavebních firem a analýzy za minulé období. Predikce pro rok 2015 byla stanovena dopočítáním do průměrného odhadovaného tempa růstu tržeb ve stavebnictví.

Tab. 20 Prognóza tržeb zboží

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	156 244	160 150	167 357	173 864	177 341
Roční tempo růstu	1,5 %	2,5 %	4,5 %	3,9 %	2,0 %
Průměrné tempo růstu - plán	2,9 %				

Zdroj: vlastní výpočty

U hotových výrobků je prognóza tržeb stanovena na základě cíle dosáhnout do roku 2014 stejných objemů produkce i tržeb jako v roce 2008. Tento cíl vychází z výhledu stanovené produkce (především úhlových klíčů) pro firmu v rámci skupiny. Na základě předběžných údajů činily tržby za prodej do skupiny v roce 2010 téměř 74 % podíl na tržbách za vlastní výrobky. Tempo růstu pro jednotlivé roky bylo stanoveno rovnoměrně, v posledním roce se počítá pouze s 1,5 % růstem. Plán zohledňuje i skutečnost, že v roce 2010 byla ukončena neperspektivní výroba kladiv, která se na tržbách v roce 2009 podílela 6 %.

Tab. 21 Analýza tržeb vlastní výroby

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby	304 506	286 077	254 459	234 323	335 528	268 915	170 996	199 318
Roční tempo růstu		-6,1 %	-11,1 %	-7,9 %	43,2 %	-19,9 %	-36,4 %	16,6 %
Průměrné tempo růstu	-5,2%							

Zdroj: vlastní výpočty

Tab. 22 Prognóza tržeb hotových výrobků

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	215 263	232 485	251 083	268 915	272 949
Roční tempo růstu	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,1 %	1,5 %
Průměrné tempo růstu - plán	6,5 %				

Zdroj: vlastní výpočty

4.4.4 Zisková marže

Provozní zisková marže je druhým klíčovým generátorem hodnoty. Zisková marže je zde počítána jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daněmi k tržbám. Tabulka č. 23 znázorňuje vývoj provozní ziskové marže v minulosti.

Tab. 23 Analýza ziskové marže shora (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
KPVH před odpisy a daní	79 934	74 550	47 231	43 231	41 343	63 029	23 217	36 561
Tržby za výrobky a zboží	423 057	414 037	383 341	382 329	526 846	467 635	305 287	353 253
Zisková marže	18,9 %	18,0 %	12,3 %	11,3 %	7,8 %	13,5 %	7,6 %	10,3 %

zdroj: vlastní výpočty

Pro hlubší představu, jak se bude zisková marže vyvíjet do budoucna, je vhodné naplánovat ziskovou marži podrobněji zdola, pomocí prognóz vývoje jednotlivých vnitřních složek ziskové marže. Tyto položky budou analyzovány a prognózovány ve formě podílu k tržbám. Z následující tabulky je patrné, že nejvíce budou ziskovou marži ovlivňovat dva faktory a to výkonová spotřeba a osobní náklady.

Tab. 24 Analýzy ziskové marže zdola

Podíly z tržeb	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby za prodej zboží	28,0 %	30,9 %	33,6 %	38,7 %	36,3 %	42,5 %	44,0 %	43,6 %
Náklady za prodané zboží	15,2 %	15,4 %	16,4 %	19,5 %	18,2 %	19,6 %	21,6 %	22,2 %

Podíly z tržeb	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Obchodní marže	12,8 %	15,5 %	17,2 %	19,2 %	18,1 %	22,9 %	22,4 %	21,4 %
Výkony	74,0 %	70,5 %	66,4 %	62,3 %	67,4 %	57,1 %	52,9 %	52,1 %
Tržby za prodej výrobků	72,0 %	69,1 %	66,4 %	61,3 %	63,7 %	57,5 %	56,0 %	56,4 %
ZS zásob vlastní činnosti	0,2 %	0,5 %	-0,5 %	0,2 %	2,8 %	-2,6 %	-3,4 %	-4,8 %
Aktivace	1,8 %	0,8 %	0,5 %	0,8 %	0,9 %	2,1 %	0,3 %	0,6 %
Výkonová spotřeba	49,1 %	49,2 %	50,7 %	51,4 %	61,2 %	47,7 %	43,3 %	41,9 %
Přidaná hodnota	37,8 %	36,7 %	32,9 %	30,1 %	24,2 %	32,3 %	31,9 %	31,6 %
Osobní náklady	18,3 %	17,6 %	18,9 %	18,4 %	15,9 %	18,2 %	22,8 %	20,6 %
Daně a poplatky	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,5 %	0,3 %
Ostatní provozní náklady	2,5 %	2,2 %	2,9 %	1,6 %	2,6 %	2,7 %	2,9 %	1,9 %
Ostatní provozní výnosy	2,0 %	1,2 %	1,5 %	1,2 %	2,3 %	2,3 %	1,9 %	1,4 %
Zisková marže	18,9 %	18,0 %	12,3 %	11,3 %	7,8 %	13,5 %	7,6 %	10,3 %

Zdroj: vlastní výpočty

Výkonová spotřeba

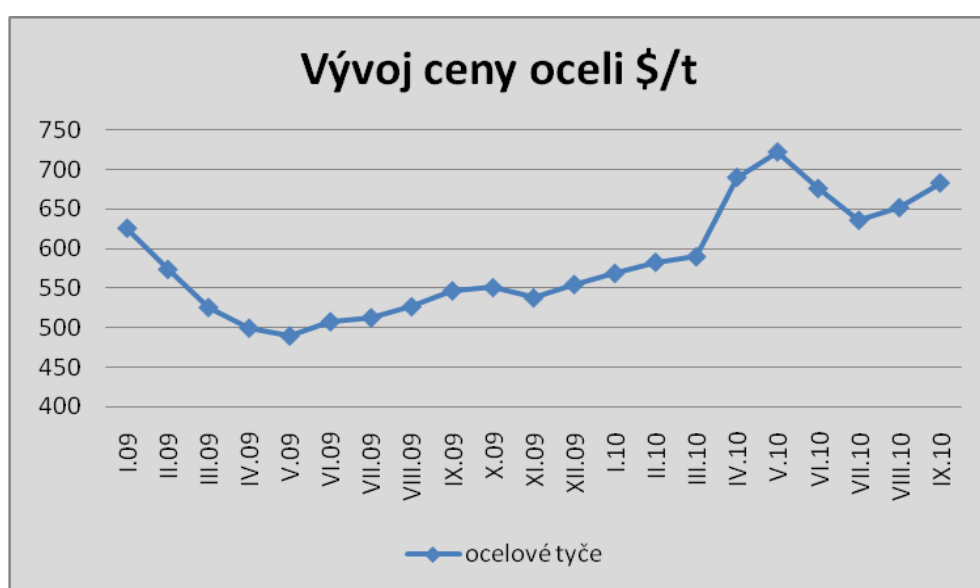
Podíl výkonové spotřeby k tržbám se pohyboval stabilně kolem 50 % a od roku 2008 vykazoval klesající tendenci. Výjimkou byl pouze rok 2007. Vývoj výkonové spotřeby byl v roce 2007 ovlivněn zaváděním nové výroby úhlových klíčů z Francie, která se vyznačovala počáteční vysokou zmetkovitostí a nutnou kooperací s Francií. To mělo za následek zvýšené náklady na materiál a služby.

Tab. 25 Analýza výkonové spotřeby

Podíly z tržeb	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby	423 057	414 037	383 341	382 329	526 846	467 635	305 287	353 253
Materiál	111 837	110 859	102 510	102 965	180 416	122 836	57 424	69 021
Energie	15 235	14 522	16 600	19 188	22 812	22 905	18 207	22 044
Služby	80 530	78 391	75 177	74 269	119 318	77 185	56 707	56 842
Materiál (%)	26,4 %	26,2 %	24,2 %	24,3 %	42,6 %	29,0 %	13,6 %	16,3 %
Energie (%)	3,6 %	3,4 %	3,9 %	4,5 %	5,4 %	5,4 %	4,3 %	5,2 %
Služby (%)	19,0 %	18,5 %	17,8 %	17,6 %	28,2 %	18,2 %	13,4 %	13,4 %

zdroj: vlastní výpočty

Do budoucna bude výkonovou spotřebu ovlivňovat především vývoj cen oceli a vývoj cen energií. Pro prognózované období předpokládám ustálení podílu na 48 % navýšeného vždy o 8 % oproti předcházejícímu roku. V tomto navýšení je zahrnutý předpokládaný růst cen energií, oceli a některých nakupovaných služeb. Z následujícího grafu je patrný nárůst ceny oceli za období 9/2009 – 9/2010 o 2,2 %. Negativně se projeví také předpokládaný růst směnného kurzu CZK/USD. Dále vycházím z růstu cen elektrické energie a plynu v České republice v období 2000 – 2009, kdy průměrné tempo růstu bylo kolem 8 %.



Obr. 10 Vývoj ceny oceli v období 1/2009 – 9/2010

Osobní náklady

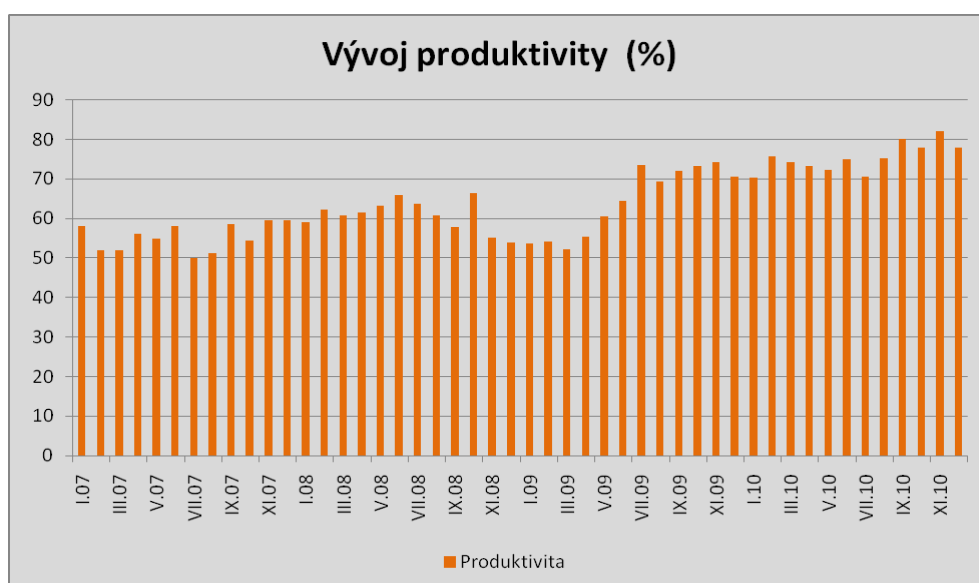
Firma v některých letech zaměstnávala kromě svých kmenových pracovníků také agenturní zaměstnance. Náklady na tyto zaměstnance se projevují v položce služeb a dochází tak ke zkreslení osobních nákladů. Pro správné stanovení výše osobních nákladů je proto nezbytné udělat úpravy, které jsou zobrazeny v tab. č. 26. Z této tabulky je také vidět, že osobní náklady částečně kopírují vývoj tržeb. Vývoj v posledním roce bude udávat směr vývoje i v následujících letech.

Tab. 26 Analýza osobních nákladů

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby	423 057	414 037	383 341	382 329	526 846	467 635	305 287	353 253
Růst/pokles		-2,1 %	-7,4 %	-0,3 %	37,8 %	-11,2 %	-34,7 %	15,7 %
Osobní náklady	77 550	72 827	72 393	70 216	83 796	85 119	69 521	72 615
Agenturní zaměstnanci					10 725	3 820		
Upravené náklady	77 550	72 827	72 393	70 216	94 521	88 939	69 521	72 615
Růst/pokles		-6,1 %	-0,6 %	-3,0 %	34,6 %	-5,9 %	-21,8 %	4,5 %
Upravené náklady/ Tržby	18,3%	17,6 %	18,9 %	18,4 %	17,9 %	19,0 %	22,8 %	20,6 %
Počet zaměstnanců	256	233	215	183	219	214	164	151

Zdroj: vlastní výpočty

Pro následující období proto nepředpokládám zvyšování podílu osobních nákladů na tržbách. Pro první dva následující roky bude poměr osobních nákladů 20,5 %, v následujících letech bude postupně snížen až na 19 %. Zároveň je kalkulováno s ročním růstem mzdových tarifů o 2,5 %. Firma se zaměřuje stále více na zvyšování produktivity práce, proto nepředpokládá nabírání dalších zaměstnanců. Vývoj produktivity práce ve firmě XY, a.s. je patrný z následujícího grafu.



Obr. 11 Vývoj produktivity práce v XY, a.s. v období 1/2007 – 12/2010

Prognóza ostatních položek je uvedena v tabulce č. 27. Aktivace, daně, ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady jsou plánovány v obdobném poměru k tržbám jako ve sledovaném období. U změny stavu zásob předpokládám opačný trend než v posledních třech letech.

Tab. 27 Prognóza ziskové marže zdola

Podíly z tržeb	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	42,1 %	40,8 %	40,0 %	39,3 %	39,4 %
Náklady za prodané zboží	21,0 %	20,4 %	20,0 %	19,6 %	19,7 %
Obchodní marže	21,0 %	20,4 %	20,0 %	19,6 %	19,7 %
Výkony	59,9 %	61,2 %	62,0 %	62,7 %	62,6 %
Tržby za prodej vlastních výrobků	57,9 %	59,2 %	60,0 %	60,7 %	60,6 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Aktivace	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Výkonová spotřeba	51,2 %	51,9 %	51,9 %	51,9 %	52,1 %
Přidaná hodnota	29,8 %	29,7 %	30,1 %	30,4 %	30,2 %
Osobní náklady	20,5 %	20,5 %	19,5 %	19,0 %	19,0 %
Daně a poplatky	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Ostatní provozní náklady	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Ostatní provozní výnosy	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Zisková marže	8,3 %	8,2 %	9,6 %	10,5 %	10,3 %

Zdroj: vlastní výpočty

4.4.5 Investice do pracovního kapitálu

Pro účely plánování a následného ocenění podniku je potřeba také stanovit provozně nutný pracovní kapitál. Tento provozně nutný kapitál se odlišuje od pracovního kapitálu, který se běžně používá v rámci finanční analýzy. Oproti obvyklému tvaru je nutné udělat dvě základní modifikace. Jednotlivé položky budou stanoveny jen v provozně nutném rozsahu a od oběžných aktiv se bude odečítat jen krátkodobý neúročený cizí kapitál. Výpočet je následující:

(+) zásoby

(+) krátkodobé pohledávky

(+) krátkodobý finanční majetek

(-) krátkodobé závazky

(+) časové rozlišení aktivní

(-) časové rozlišení pasivní

Zásoby

Při rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná byly celé zásoby označeny za položku provozně nutnou. Můžeme proto vyjít z údajů uvedených ve finanční analýze. Od roku 2008 dochází k postupnému snižování doby obratu zásob, dlouhodobým cílem společnosti je dosáhnout hodnoty 50 dnů.

Krátkodobé pohledávky

Doba obratu pohledávek je do značné míry ovlivněna rostoucím prodejem vlastních výrobků spřízněným osobám ve skupině. Placení v rámci skupiny je realizováno formou nettingu, který pracuje s devadesáti denním cyklem. Pro ostatní pohledávky z obchodního styku je plánovaná doba obratu 40 dní. V posledních dvou letech se společnost zaměřila na sledování pohledávek po splatnosti a díky propracovanému systému a větší spolupráce s obchodním oddělením se podařilo snížit tuto hodnotu pod úroveň 40 dnů již v roce 2009. V roce 2010 činila pak doba obratu pohledávek s předběžných údajů necelých 31 dní. Poměr afilačních pohledávek k obchodním pohledávkám se pohybuje mezi 40 – 60 %. Pro stanovení doby obratu pro budoucí období budu vycházet z předpokládaného poměru max. 50 %. S přihlédnutím k plánovanému snížení nettingového cyklu pro některé oblasti na 60 dní, bude výsledná plánovaná hodnota pro první dva roky 75 dní, následně se sníží na 70 dní.

Krátkodobý finanční majetek

Výše provozně nutných peněžních prostředků je určena na základě žádoucí úrovně likvidity 1. stupně, která by měla činit 15 % až 20 %. Pro budoucí období je proto stanovena na úrovni 20 %.

Krátkodobé závazky

Při prognózování krátkodobých neúročených závazků budu vycházet ze stejného předpokladu jako u krátkodobých pohledávek, tedy ze stanovení jejich budoucího vývoje na základě poměru afilečných závazků k obchodním závazkům a doby obratu závazků v minulém období. Na základě této analýzy je doba obratu závazků stanovena na 60 dnů pro celé prognózované období, včetně závazků vyplývajících z nákupů od podniků ve skupině.

Časové rozlišení aktivní a pasivní

Hodnoty pro časové rozlišení aktivní a pasivní jsou ponechány na úrovni průměrné výše za poslední 3 roky po celé prognózované období.

Na základě předpokládaného vývoje jednotlivých složek pracovního kapitálu jsem provedl prognózu upraveného pracovního kapitálu, která je zachycena v tab. č. 28.

Tab. 28 Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby celkem	51 598	54 533	58 117	61 497	62 540
Pohledávky	77 397	81 799	81 363	86 096	87 556
Peněžní prostředky provozně nutné	12 384	13 088	13 948	14 759	15 010
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	1 477	1 477	1 477	1 477	1 477
Krátkodobé závazky	61 918	65 439	69 740	73 797	75 048
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	2 093	2 093	2 093	2 093	2 093
Upravený pracovní kapitál	78 845	83 364	83 072	87 940	89 442

Zdroj: vlastní výpočty

4.4.6 Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

Společnost od roku 2003 pravidelně investuje do zproduktivnění procesů, zeštíhlování výroby, bezpečnosti práce a ochrany životního prostředí a za sledované období proinvestovala celkem 117,8 mil. Kč. Největší investice směřovaly v roce 2006 a 2007 do převedení výroby úhlových klíčů z Francie. Došlo k přemístění strojů z francouzského závodu a přestavbě prostor za současného zlepšení pracovních podmínek pro zaměstnance. Největší investice v oblasti ekologie směřovala (v roce 2004) do pořízení neutralizační stanice chemických odpadních vod v celkové hodnotě 5,4 mil. Kč. V poslední době byla jedna z největších

investic směřována do rekonstrukce technologie kování a pracoviště velkých úhlových klíčů v roce 2008 za 4,6 mil Kč. V roce 2009 a 2010 pak firma investovala vzhledem ke globální krizi pouze do nejdůležitějších oblastí, především bezpečnosti práce a dokončení řady drobnějších investic.

V následujících letech firma neplánuje žádnou větší investici. Provozně nutný investovaný kapitál bude na úrovni odpisů z provozně nutného dlouhodobého majetku. Plán odpisů pro jednotlivé kategorie majetku je zachycen v tab. č. 29 a vychází ze stávajících účetních hodnot jednotlivých skupin majetku a plánu nových investic. V odpisovém plánu není zachycen případný prodej nepotřebného majetku. Veškeré nové investice budou plynout do položek samostatných movitých věcí.

Tab. 29 Odpisový plán 2010 – 2015 (v tis. Kč)

Položka	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Software	82	40	0	0	0	0
Budovy	3 642	3 641	3 641	3 641	3 641	3 608
Stavby	384	361	322	321	294	63
Stroje, přístroje, zařízení	9 623	8 645	8 048	7 837	7 519	7 124
Dopravní prostředky	673	591	273	73	22	0
Inventář	483	279	150	20	17	14
Odpisy - nepotřebný majetek	1 157	1 149	1 136	1 129	1 083	1 083
Odpisy - nový majetek		916	889	813	772	746
Odpisy celkem	13 730	13 324	12 187	11 576	11 182	10 472

Zdroj: vlastní výpočty

Tab. 30 Prognóza provozně nutného dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Pozemky provozně nutné	4 557	4 557	4 557	4 557	4 557
Stavby provozně nutné	76 395	72 432	68 470	64 535	60 864
Odpisy	4 002	3 963	3 962	3 935	3 671
Samostatné movité věci provozně nutné	47 504	52 604	57 177	61 506	65 887
Investice	13 730	13 324	12 187	11 576	11 182
Odpisy	9 282	8 224	7 614	7 247	6 801

Zdroj: vlastní výpočty

4.4.7 Finanční plán

Posledním krokem před vlastním ocenění podniku je sestavení finančního plánu. Finanční plán se skládá z výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků. Základ těchto výkazů je tvořen hodnotami spočtenými při prognózování generátorů hodnot, chybějící údaje musí být ještě naplánovány a dopočítány.

Náklady na prodané zboží

V rámci prognózy ziskové marže byly náklady na prodané zboží prognózovány souhrnně s výkonovou spotřebou. Rozdělení jsem provedl na základě výpočtu jejich podílu na tržbách za prodané zboží za minulé období. Tento podíl byl v minulosti téměř konstantní a dosahoval 50% viz. tab. č. 31.

Tab. 31 Analýza nákladů na prodané zboží

Podíly z tržeb	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby za prodej zboží	118 551	127 960	128 882	148 006	191 318	198 720	134 291	153 935
Náklady na prodané zboží	64 242	63 890	62 868	74 664	95 932	91 642	65 969	78 436
Podíl z tržeb	54%	50%	49%	50%	50%	46%	49%	51%

zdroj: vlastní výpočty

Výsledek hospodaření z neprovozních aktiv

Mezi položky, které tvoří výsledek hospodaření z neprovozních aktiv, patří tržby z prodeje dlouhodobého majetku, zůstatková cena prodaného majetku, odpisy z nepotřebného majetku, změna stavu rezerv a opravných položek a ostatní provozní výnosy a náklady. Pro prognózované období neuvažuji žádný prodej provozně nepotřebného majetku, odpisy vycházejí z odpisového plánu pro rok 2011 – 2015. Změna stavu rezerv a opravných položek je plánována pouze na základě rozpouštění rezervy vytvořené na placení renty vyplývající z pracovně právního sporu s bývalým zaměstnancem. Ostatní finanční náklady a výnosy jsou plánované na úrovni roku 2010. Pro prognózované období jsem neuvažoval žádné mimořádné výsledky hospodaření.

Tab. 32 Plánovaný výkaz zisků a ztrát (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	156 244	160 150	167 357	173 864	177 341
Náklady vynaložené na prodané zboží	78 122	80 075	83 678	86 932	88 671
Výkony	222 694	240 337	259 452	277 771	281 955
Tržby za prodej vlastních výrobků	215 263	232 485	251 083	268 915	272 949
Změna stavu zásob vlastní činnosti	3 715	3 926	4 184	4 428	4 503
Aktivace	3 715	3 926	4 184	4 428	4 503
Výkonová spotřeba	190 156	203 677	217 145	229 906	234 532
Osobní náklady	76 117	80 430	81 514	83 952	85 403
Daně a poplatky	1 858	1 963	2 092	2 214	2 251
Ostatní provozní náklady	7 430	7 853	8 369	8 856	9 006
Ostatní provozní výnosy	5 573	5 890	6 277	6 642	6 754
KPVH před odpisy	30 828	32 379	40 286	46 417	46 188
Odpisy dlouhodobého majetku	13 324	12 187	11 576	11 182	10 472
VH z hlavního provozu (KPVH)	17 504	20 192	28 710	35 235	35 716

zdroj: vlastní výpočty

Tab. 33 Plánovaný výsledek hospodaření z neprovozních aktiv (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	0
Odpisy z nepotřebného majetku	1 149	1 136	1 129	1 083	1 083
Změna stavu rezerv a OP	-570	-570	-570	-570	-570
Ostatní finanční výnosy + výnosové úroky	5 778	5 778	5 778	5 778	5 778
Ostatní finanční náklady	6 843	6 843	6 843	6 843	6 843
VH z neprovozního majetku	-1 644	-1 631	-1 624	-1 578	-1 578

zdroj: vlastní výpočty

Pro všechna prognózovaná období je očekávaná sazba daně z příjmů právnických osob ve výši 19 %. Zisk bude rozdělen vždy 5 % přidělem do zákonného rezervního fondu, zbytek zisku bude převeden do nerozděleného zisku.

Tab. 34 Rozdělení výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
Celkový výsledek hospodaření před daní	15 860	18 561	27 086	33 657	34 138
Daň	3 013	3 527	5 146	6 395	6 486
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	12 847	15 034	21 940	27 262	27 652

	2011	2012	2013	2014	2015
Příděl do zákonného rezervního fondu	804	642	752	1 097	1 363
Příděl do nerozděleného zisku	15 277	12 204	14 282	20 843	25 899

zdroj: vlastní výpočty

Plánovaná rozvaha

Krátkodobé pohledávky, zásoby, provozně nutné peněžní prostředky, krátkodobé závazky a položky časového rozlišení byly naplánovány již při prognóze provozně nutného pracovního kapitálu. Základní kapitál, kapitálové fondy a statutární fondy jsou ponechány na úrovni roku 2010. Zákonný rezervní fond je každoročně doplněn o 5 % z čistého zisku. Výsledek hospodaření minulých let v běžném roce je pak vypočten jako součet výsledku hospodaření minulých let z předchozího roku a výsledku hospodaření za účetní období z předchozího roku po odečtení přídělu do rezervního fondu. Stav krátkodobého finančního majetku se rovná stavu peněžních prostředků na konci období v cash flow. Do rozvahy je následně rozdělen na provozně nutný a nepotřebný.

Tab. 35 Plánovaná aktiva (v tis. Kč)

AKTIVA	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	497 984	515 969	541 640	572 389	600 723
DLOUHODOBÝ MAJETEK	128 456	129 593	130 204	130 598	131 308
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	128 456	129 593	130 204	130 598	131 308
OBĚŽNÁ AKTIVA	368 051	384 899	409 959	440 314	467 938
Zásoby	51 598	54 533	58 117	61 497	62 540
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	77 397	81 799	81 363	86 096	87 556
Krátkodobý finanční majetek	239 055	248 568	270 479	292 721	317 841
Peníze a účty - potřebné	12 384	13 088	13 948	14 759	15 010
Peníze a účty - nepotřebné	226 671	235 480	256 531	277 961	302 831
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	1 477	1 477	1 477	1 477	1 477

Zdroj: vlastní výpočty

Tab. 36 Plánovaná pasiva (v tis. Kč)

PASIVA	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	497 984	515 969	541 640	572 389	600 723
VLASTNÍ KAPITÁL	429 035	444 068	466 009	493 271	520 923
Základní kapitál	288 370	288 370	288 370	288 370	288 370
Kapitálové fondy	220	220	220	220	220
Zákonný rezervní fond	49 705	50 347	51 099	52 196	53 559
Statutární a ostatní fondy	1 920	1 920	1 920	1 920	1 920
VH minulých let	75 973	88 177	102 459	123 303	149 202
VH za účetní období	12 847	15 034	21 940	27 262	27 652
CIZÍ ZDROJE	66 856	69 807	73 538	77 025	77 706
Rezervy (dlouhodobé)	4 938	4 368	3 798	3 228	2 658
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	61 918	65 439	69 740	73 797	75 048
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	2 093	2 093	2 093	2 093	2 093

Zdroj: vlastní výpočty

Plánovaný výkaz peněžních toků

Tab. 37 Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Stav PP na počátku období	208 679	239 055	248 568	270 479	292 721
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	17 504	20 192	28 710	35 235	35 716
Daň připadající na KPVH	3 326	3 836	5 455	6 695	6 786
Korigovaný provozní VH po dani	14 178	16 355	23 255	28 541	28 930
Úpravy o nepeněžní operace	13 324	12 187	11 576	11 182	10 472
Odpisy dlouhodobého majetku	13 324	12 187	11 576	11 182	10 472
Úpravy oběžných aktiv	18 506	-3 815	1 152	-4 057	-1 252
Změna stavu pohledávek	11 655	-4 401	436	-4 733	-1 461
Změna stavu krátkodobých závazků	7 528	3 521	4 301	4 057	1 252
Změna stavu zásob	53	-2 934	-3 584	-3 380	-1 043
Změna stavu přechodných účtů aktiv a pasiv	-730	0	0	0	0
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	46 007	24 728	35 984	35 666	38 150
Nabytí dlouhodobého majetku	-13 730	-13 324	-12 187	-11 576	-11 182
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-13 730	-13 324	-12 187	-11 576	-11 182

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Peněžní tok z hlavního provozu	32 277	11 404	23 797	24 090	26 968
VH z neprovozního majetku	-1 644	-1 631	-1 624	-1 578	-1 578
Změna stavu rezerv	-570	-570	-570	-570	-570
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	312	310	309	300	300
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ.	-1 902	-1 891	-1 885	-1 848	-1 848
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	30 376	9 513	21 911	22 242	25 120
Stav peněžních prostředků na konci období	239 055	248 568	270 479	292 721	317 841

Zdroj: vlastní výpočty

Tato část mé diplomové práce se zabývala analýzou a prognózou generátorů hodnoty a sestavením finančního plánu. Prognózované hodnoty ve finančním plánu ukazují, že podnik je schopen tvořit kladný výsledek hospodaření a kladné provozní cash flow. Provozní výsledek hospodaření se v období první fáze, tj. 2011 – 2015 každý rok zvyšuje. Rovněž rentabilita celkového kapitálu vykazuje vzrůstající tendenci. Následná finanční analýza plánu, uvedená v příloze č. 8 ukazuje, že podmínku nekonečné doby existence podniku lze považovat i nadále za splněnou.

5 OCENĚNÍ PODNIKU XY, A.S. NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ

Po provedení finanční analýzy, strategické analýzy a po sestavení finančního plánu je možné přistoupit k samotnému ocenění podniku. Společnost naplňuje předpoklad neomezeného trvání, tzv. princip „going concern“ a tudíž může být oceněna zvolenými výnosovými metodami.

5.1 Stanovení diskontní míry

Pro výpočet hodnoty podniku výnosovými metodami, které jsou založeny na bázi diskontovaných peněžních toků, je potřeba nejprve stanovit diskontní sazbu. Diskontní sazba je tvořena průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC). Oceňovaná společnost má převážnou část cizího kapitálu v krátkodobých závazcích, tedy v neúročeném cizím kapitálu a nevyužívá žádné bankovní úvěry ani dluhopisy. Průměrné náklady na kapitál se tak budou rovnat nákladům na vlastní kapitál. Náklady vlastního kapitálu stanovím pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Jako druhou metodu využiji stavebnicový model používaný Ministerstvem průmyslu a obchodu. Jelikož se obě metody dívají na riziko vlastního kapitálu z jiného pohledu, pro účely ocenění podniku XY, a.s. využiji průměrnou hodnotu těchto metod.

5.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Základ výpočtu nákladů vlastního kapitálu pomocí metody CAPM zobrazuje následující rovnice:

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Bezriziková sazba (r_f) je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů a je rovněž použita ve stavebnicovém modelu používaném MPO ČR. Vzhledem ke skutečnosti, že analyzovaná společnost XY, a.s. není obchodována na kapitálovém trhu, je systematické riziko β stanoveno na základě metody analogie, při které se využívá β podobných podniků.

Pro analyzovaný podnik jsem použil koeficient β v odvětví výroba kovodělných výrobků v USA, které činí 1,51 pro nezadlužený podnik.⁸ Koeficient β pro zadlužený podnik je pak stanoven na základě následujícího vztahu:

$$\beta_z = \beta_N * (1 + (1 - d)) * CK/VK$$

β_z = β zadluženého podniku

β_N = β nezadluženého podniku

d = daňová sazba

V případě podniku XY, a.s. použiji koeficient nezadluženého podniku. Jediným úročeným cizím zdrojem, který podnik využívá je leasing. Protože je hodnota cizího kapitálu zanedbatelná, β zadluženého podniku se bude rovnat 1,51. Rizikovou prémie r_m jsem rovněž stanovil na základě odhadu rizikové prémie dle profesora Damodarana, viz příloha č. 9. Při uvažování jediné cílové kapitálové struktury pro celé modelované období, byla na základě koeficientů uvedených v následující tabulce vypočtena jedna výsledná sazba, která po zaokrouhlení činí 13,20 %.

Alternativní náklad na vlastní kapitál r_e je součtem bezrizikové sazby r_f a rizikové přírážky RP, která je složena z rizikové přírážky za finanční strukturu ($r_{finstru}$), finanční stabilitu ($r_{finstab}$), za podnikatelské riziko (r_{pod}) a velikost podniku (r_{LA}). Tyto koeficienty byly stanoveny na základě metodiky MPO ČR. Výsledný odhad podle této metody po zaokrouhlení činí 11,10 %.

Tab. 38 Stanovení nákladů na kapitál

CAPM	
r_f	3,71 %
β - nezadlužená	1,51
β - zadlužená	1,51
Riziková prémie	6,28 %

⁸ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

CAPM	
r_e	13,20 %
Stavebnicová metoda MPO ČR	
Bezriziková sazba	3,71 %
r_{LA}	4,41 %
$r_{Podnikatelské}$	3,00 %
$r_{FinStab}$	0,00 %
r_{finstr}	0,00 %
r_e	11,10 %
Výsledný odhad průměrných nákladů r_e	12,15 %

Zdroj: vlastní výpočty

5.2 Ocenění podniku metodou diskontovaných peněžních toků

Z metod, které využívají volných peněžních toků, jsem pro vlastní ocenění zvolil metodu DCF ve variantě entity. Její výpočet byl podrobně rozebrán v teoretické části, proto následuje jen rekapitulace s vlastními výpočty. U metod DCF je východiskem vždy volný peněžní tok. Výpočet volného peněžního toku pro tuto variantu znázorňuje tab. č. 39. Současná hodnota první fáze je pak součtem diskontovaných FCFF pro jednotlivé roky a činí 77 945 tis. Kč.

Tab. 39 FCFF (v tis. Kč)

DCF entity	2011	2012	2013	2014	2015
KPVD _D	17 504	20 192	28 710	35 235	35 716
Upravená daň z příjmů	-3 326	-3 836	-5 455	-6 695	-6 786
KPVH	14 178	16 355	23 255	28 541	28 930
Odpisy	13 324	12 187	11 576	11 182	10 472
Předběžný peněžní tok z provozu	27 502	28 542	34 831	39 723	39 402
Investice do upraveného pracovního kapitálu	14 281	-4 519	292	-4 868	-1 502
Investice do pořízení dlouhodobého majetku	-13 730	-13 324	-12 187	-11 576	-11 182
Volný peněžní tok (FCF)	28 052	10 700	22 936	23 279	26 718
Diskontní sazba r_e	12,15 %	12,15 %	12,15 %	12,15 %	12,15 %
Odúročitel pro diskontní míru r_e	0,8917	0,7951	0,7089	0,6321	0,5636
Diskontované FCFF k 1. 1. 2011	23 404	8 507	16 260	14 715	15 059
Hodnota první fáze k 1. 1. 2011	77 945				

Zdroj: vlastní výpočty

Pro určení hodnoty podniku ve druhé fázi použijí parametrický a gordonův vzorec. Vybrané faktory hodnoty potřebné pro výpočet jsou uvedeny v tab. č. 40.

Tab. 40 Faktory hodnoty pro PH

Tempo růstu	2,5 %
Míra investic netto do DM a PK	18,9 %
Rentabilita investic netto	13,2 %
KPVH ₂₀₁₆	29 653
FCFF ₂₀₁₆	24 053

Zdroj: vlastní výpočty

Parametrický vzorec

$$PH = \frac{29653 \left(1 - \frac{0,025}{0,132} \right)}{0,1215 - 0,025} = 249\,090 \text{ tis. Kč}$$

$$SH \text{ 2. fáze} = 249\,090 * 0,5636 = 140\,387 \text{ tis. Kč}$$

Výsledná hodnota podniku jako celku pak bude součtem současné hodnoty první a druhé fáze.

$$H = 77\,945 + 140\,387 = 218\,332 \text{ tis. Kč.}$$

Gordonův vzorec

$$PH = \frac{24053}{0,1215 - 0,025} = 249\,254 \text{ tis. Kč}$$

$$SH \text{ 2. fáze} = 249\,254 * 0,5636 = 140\,480 \text{ tis. Kč}$$

Výsledná hodnota podniku bude opět součtem současné hodnoty první a druhé fáze.

$$H = 77\,945 + 140\,480 = 218\,425 \text{ tis. Kč}$$

Pro stanovení výsledné hodnoty pomocí metody diskontovaných peněžních toků je nutné přičíst hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění. Jedná se především o nepotřebné a nevyužité stroje. Účetní hodnota těchto strojů byla k 1.1.2011 9 600 tis. Kč. Hodnota pro ocenění byla stanovena na základě hodnoty, kterou by podnik získal prodejem nebo na základě hodnoty ocelového šrotu. Takto spočítaná hodnota činí 2 956 tis. Kč.

Výsledná hodnota podniku XY, a.s. k 1. 1. 2011 stanovená metodou DCF entity:

221 288 tis. Kč

5.2.1 Analýza citlivosti

Na závěr této metody jsem provedl ještě analýzu citlivosti, která testuje změnu výsledné hodnoty, pokud změníme odhad tempa růstu g – viz. tab. č. 41. Z tabulky je patrný nárůst o téměř 11 mil. Kč při změně odhadu růstu g o 3 %.

Tab. 41 Analýza citlivosti

g	3,00 %	3,50 %	4,00 %	4,50 %	5,00 %	5,50 %
Hodnota podniku (v tis. Kč)	219 905	221 470	223 152	224 973	226 963	229 160

zdroj: vlastní výpočty

5.3 Metody založená na EVA

Za předpokladů stanovených v teoretické části by měla metoda ocenění založená na EVA přinést stejný výsledek. Pro stanovení hodnoty je potřeba určit nejdříve veličiny NOA a NOPAT. Při stanovení NOA a NOPAT budu vycházet nejdříve z veličin spočítaných pro metodu DCF. NOA se bude v tomto případě rovnat provozně nutnému investovanému kapitálu. Při jeho stanovení jsem udělal úpravy, které jsou rovněž součástí výpočtu NOA –

vyloučil jsem neprovozní majetek a aktiva jsem snížil o položku krátkodobé závazky z pasiv, která představují neúročený kapitál. NOPAT pak odpovídá korigovanému výsledku hospodaření po dani, který je tvořen pouze tržbami a obvyklými provozními nákladovými položkami. WACC bude založeno na stejných datech jako při metodě DCF. Hodnota neprovozního majetku k datu ocenění zůstane rovněž stejná. Potřebné údaje pro výpočet hodnoty první fáze a výpočet současné hodnoty první fáze shrnuje tabulka č. 42. Vlastní výpočet EVA je uveden v tab. č. 43.

Tab. 42 Výpočet EVA (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	18 493	14 178	16 355	23 255	28 541	28 930
NOA k 31. 12.	221 136	207 301	212 957	213 276	218 538	224 001
WACC x NOA _{t-1}		26 868	25 187	25 874	25 913	26 552
EVA		-12 690	-8 832	-2 619	2 627	2 378
Odúročitel pro diskontní míru:	12,15 %	0,8917	0,7951	0,7089	0,6321	0,5636
Diskontovaná EVA		-11 315	-7 022	-1 857	1 661	1 340
Hodnota první fáze k 1. 1. 2011	-17 193					

Zdroj: vlastní výpočty

$$\begin{aligned} \text{EVA v prvním roce druhé fáze (rok 2016)} &= \text{NOPAT}_{2016} - \text{NOA}_{2010} * \text{WACC} \\ &= 29\,653 - 27\,216 = 2\,437 \end{aligned}$$

$$\text{PH} = \frac{2437}{0,1215 - 0,025} = 25\,254$$

$$\text{SH 2. fáze} = 25\,254 * 0,5636 = 14\,233$$

Tab. 43 Ocenění na základě metody EVA

Současná hodnota 1. fáze	-17 193
Současná hodnota 2. fáze	14 233
MVA	-2 960
NOA k datu ocenění	221 136
Provozní hodnota brutto	218 176

Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	218 176
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 956
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	221 132

Zdroj: vlastní výpočty

Výsledné ocenění **221 132 tis. Kč** je stejné, jako při ocenění metodou DCF. Při ocenění metodou EVA máme navíc informaci, že přidaná hodnota vytvořená v budoucnosti je záporná a hodnotu brutto tak tvoří hodnota v podniku již vytvořená. Je to dáno tím, že podnik v prvních třech letech netvoří novou hodnotu.

V praxi však bývá hodnota vypočítaná metodou EVA odlišná od hodnoty DCF. Je tomu tak proto, že koncept EVA přikládá větší důraz na převedení účetních dat na tzv. „ekonomická data“. Do NOA by měla být zahrnuta všechna aktiva, která podnik využívá, ale nejsou v účetních výkazech zachycena. Vzhledem k tomu, že společnost disponuje majetkem pořízeným na leasing je nutné hodnoty investovaného kapitálu o tento majetek upravit. Podnik pořizuje formou leasingu dopravní prostředky a kopírovací stroje. Pro aktivaci leasingu je využita aktivace v současné hodnotě leasingových splátek. Výše diskontní sazby vychází z podmínek pro poskytování úvěrů v rámci skupiny a byla stanovena na 2,5 %. Jiným majetkem, který není vykázán v rozvaze, společnost nedisponuje. Aktivace leasingu do hodnoty dlouhodobého majetku je zachycena v tab. č. 44.

Tab. 44 Aktivace leasingu (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investovaný kapitál	221 136	207 301	212 957	213 276	218 538	231 650
Mimorozvahový majetek	0	0	0	0	0	0
Aktivace leasingu	2 482	1 779	2 318	3 214	2 484	1 967
NOA	223 618	209 080	215 275	216 490	221 021	233 618

zdroj: vlastní výpočty

Pro určení NOPAT vycházím z již stanovené výše KPVH před daní, který upravím o operace provedené v souvislosti se stanovením NOA.

Tab. 45 Výpočet NOPAT (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH před zdaněním	17 504	20 192	28 710	35 235	35 716
Nákladové úroky - leasing	44	58	80	62	49
KPVH před zdaněním po úpravách	17 548	20 250	28 791	35 297	35 765
Dan z příjmů	3 334	3 847	5 470	6 706	6 795
NOPAT	14 214	16 402	23 320	28 591	28 970

Zdroj: vlastní výpočty

Jelikož jsou provedené úpravy spíše formálního charakteru, neprojeví se nijak výrazně do výsledné hodnoty podniku.

Tab. 46 Výpočet EVA po úpravách (v tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	-18 080
Současná hodnota 2. fáze	13 078
MVA	-5 002
NOA k datu ocenění	223 618
Provozní hodnota brutto	218 616
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	218 616
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 956
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	221 572

Výsledná hodnota brutto podniku XY, a.s. k 1. 1. 2011 zjištěná metodou ekonomické přidané hodnoty:

221 572 tis. Kč

5.4 Metoda kapitalizovaných výnosů – paušální metoda

Pro srovnání uvádím ještě výpočet hodnoty pomocí metody kapitalizovaných výnosů. Jedná se o ocenění současného potenciálu podniku, které nezachycuje budoucí růstové příležitosti. Postup výpočtu je patrný z tabulky č. 47 a č. 48. Účetní hodnoty jsou čerpané z výkazu zisku a ztráty za jednotlivá období, hodnota odpisů je upravena pomocí vnitropodnikového koeficientu používaného pro pojištění majetku. Jeho hodnota byla stanovena v roce 2010 na 1,679.

Tab. 47 Výpočet hodnoty metodou KČV

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Výsledek hospodaření před zdaněním	59 509	54 185	16 441	18 051	33 540	46 473	9 044	21 745
(+) odpisy	24 771	16 561	16 702	15 858	16 935	17 526	19 252	14 887
(-) Finanční výnosy	-1 588	-2 788	-993	-1 219	-720	-1 686	-1 713	-1 119
(-) Tržby z prodeje dlouh. majetku	-9 964	-6 866	-238	-152	-313	-80	-2 232	-8
(+) ZC prodaného dlouhodobého majetku	12 575	3 839	0	0	0	0	280	0
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	0	0
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	85 303	64 931	31 912	32 538	49 442	62 233	24 631	35 505
<i>Cenový index řetězový - míra inflace</i>	<i>1,001</i>	<i>1,028</i>	<i>1,019</i>	<i>1,026</i>	<i>1,028</i>	<i>1,063</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>
<i>Cenový index bazický vztahený k roku 2010</i>	<i>0,831</i>	<i>0,854</i>	<i>0,870</i>	<i>0,893</i>	<i>0,918</i>	<i>0,975</i>	<i>0,985</i>	<i>1,000</i>
UVH upravený o inflaci	102 705	76 048	36 679	36 451	53 879	63 798	25 000	35 505
Váhy	1	2	3	4	5	6	7	8
UVH upravený o inflaci x váhy	102 705	152 096	110 036	145 802	269 393	382 789	175 003	284 040
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	45 052							
Odpisy z reprodukčních cen	24 995							
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	20 057							
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	30 165							
Daň (19 %)	5 731							
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	14 325							
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0 %							
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	10,15 %							

Zdroj: vlastní výpočty

Tab. 48 Hodnota podniku na základě metody KČV

Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0%
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	10,15%
Výnosová hodnota provozní	141 135
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 956
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	144 091

5.5 Shrnutí výsledků

Tab. 49 Rekapitulace výsledků

POUŽITÁ METODA	HODNOTA PODNIKU
Metoda DCF	221 394
Metoda EVA	221 572
Metoda KČV paušální	144 091

Zdroj: vlastní výpočty

Mezi výsledky metody DCF Entity a metody EVA jsou jen malé rozdíly, které jsou způsobeny modifikací vstupních dat pro metodu EVA, která byla upravena přidáním mimorozvahového majetku, se kterým metoda DCF nepočítá. Hodnota je zároveň vyšší než hodnota stanovená na základě kapitalizovaných výnosů, což odpovídá teorii, že se jedná se o dolní hranici výnosové hodnoty. Pro stanovení hodnoty podniku se mi proto jeví jako nejvhodnější hodnota stanovená metodou EVA.

Tržní hodnota společnosti XY, a.s. k 1. 11. 2011 tedy činí **221 572 tis. Kč**.

ZÁVĚR

Výnosové metody resp. metoda diskontovaných peněžních toků patří v podmínkách České republiky mezi metody nejpoužívanější. Tyto metody však s sebou přináší celou řadu problémů týkajících se především správného určení jejich vstupních předpokladů.

V rámci výnosového ocenění je jednou z klíčových proměnných tzv. diskontní míra. Její správné určení zásadním způsobem ovlivňuje výslednou hodnotu ocenění podniku. Odhadce má k dispozici celou řadu možností jejího stanovení a může tak podstatně ovlivnit výsledek ocenění jedním, či druhým směrem. Tento jev je nejvíce patrný při určování nákladů na vlastní kapitál. V případě analyzovaného podniku by se na základě mých výpočtů snížením diskontní sazby o 1 % bod, zvýšila hodnota ocenění o více než 25 mil. Kč.

Dalším prvkem mající vliv na výslednou hodnotu, je odhad tempa růst g . Výnosové ocenění je značně citlivé na změnu zvoleného g . Nízký odhad růstu tempa g snižuje výslednou hodnotu a naopak. Jelikož první fáze podniku trvá kolem 4 - 5 let, je otázka správného odhadu opět na částečné „libovůli“ odhadce.

Výsledek ocenění je také přímo závislý na kvalitě vstupních informací, jež jsou přebírány z účetnictví podniku. Určení hodnoty podniku se opírá o exaktně stanovené postupy, ale obzvláště v podmínkách České republiky vyžaduje značnou míru úsudku oceňovatele. Různí oceňovatelé mohou při určování hodnoty mnou vybraného podniku dojít k odlišným výsledkům v důsledku odlišné interpretace stejných faktů.

Je také třeba vzít v úvahu, že každý výrok o hodnotě podniku má omezenou platnost, která závisí na stabilitě či naopak proměnlivosti prostředí, ve kterém se podnik nachází. Změní-li se jeden z předpokladů, ze kterých jsem vycházel při oceňování, změní se také výsledná hodnota firmy XY, a.s. a je nutné provést ocenění nové, založené na nových skutečnostech.

Jak jsem uvedl v úvodu, cílem mé diplomové práce bylo stanovení hodnoty oceňovaného podniku. Pro stanovení této hodnoty jsem jako základní použil metodu DCF a EVA a jako doplňující metodu KČV. Věřím, že ve své projektové části jsem hodnotu podniku XY, a.s. stanovil „bezchybně“, resp. na základě reálných odhadů a výsledky mé práce tak budou přínosem pro analyzovaný podnik.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**Monografie:**

- [1]. **Brealey, R.A., Myers, S.C.** *Principles of Corporate Finance*, IrwinMcGraw-Hill 2000. ISBN 0-07-709565-0.
- [2]. **Buus, T. a kol.** *Aplikace moderních metod oceňování v případě nekótovaných společností*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1200-6.
- [3]. **Dluhošová, D.** *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2008. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [4]. **Doucha, R.** *Finanční analýza podniku*. Praha: VOX, 1996. ISBN 80-902111-2-7.
- [5]. **Grunwald, R., Holečková, J.** *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Oeconomica, 204. ISBN 80-245-0684-X.
- [6]. **Kislingerová, E.** *Oceňování podniku. 2. přepracované a upravené vydání*. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [7]. **Kovanicová, D., Kovanic, P.** *Poklady skryté v účetnictví, díl II*. Praha: Polygon, 1997. ISBN 80-85967-56-1.
- [8]. **Mařík, M., Maříková, P.** *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [9]. **Mařík, M. a kol.** *Metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [10]. **Mařík, M., Maříková, P.** *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [11]. **Mařík, M.** *Oceňování podniku v podmínkách transformujících se ekonomik*. Praha: Oeconomica, 2002. ISBN 80-245-0325-5.
- [12]. **Mařík, M.** *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-02.
- [13]. **Neumaierová, I., Neumaier, I.** *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada Publishing, 2002. ISBN 80-247-0125-1.

- [14]. **Pavelková, D., Knápková, A.** *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-86131-63-7.
- [15]. **Sedláčková, H., Buchta, K.** *Strategická analýza, 2. přepracované vydání*. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-367-1.
- [16]. **Valach, J. a kol.** *Finanční řízení podniku*. Praha: Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-21-1.
- [17]. **Vorbová, H.** *Výkaz cash flow a finanční analýza*. Praha: Linde, 1999. ISBN 80-86131-09-2.

Články v časopise:

- [18]. **Buus, T.** Tržní hodnota v podmínkách krize. *Finanční management&controlling v praxi*. 2010, č. 1, s. 34-40.
- [19]. **Svížela, J.** Role znalce při fúzích v ČR. *Účetnictví*. 2011, č. 6. s. 55-58.
- [20]. **Zima, P.** Oceňování podniků při nedobrovolných transakcích. *Právní fórum*. 2007, č. 11. s. 403-407.

Zákony a právní normy:

- [21]. Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů

Internetové odkazy:

<http://www.cnb.cz>

<http://www.cepsr.com>

<http://www.damodaran.com>

<http://www.datamonitor.com>

<http://www.mfcr.cz>

<http://www.mpo.cz>

<http://www.czso.cz>

<http://www.studiestavebnictvi.cz>

Ostatní:

Výroční zpráva 2003, XY, a.s.

Výroční zpráva 2004, XY, a.s.

Výroční zpráva 2005, XY, a.s.

Výroční zpráva 2006, XY, a.s.

Výroční zpráva 2007, XY, a.s.

Výroční zpráva 2008, XY, a.s.

Výroční zpráva 2009, XY, a.s.

Interní materiály společnosti XY, a.s.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
DPH	daň z přidané hodnoty
ČNB	Česká národní banka
ČSSD	Česká strana sociálně demokratická
DCF	diskontované cash flow
DM	dlouhodobý majetek
EAT	zisk po zdanění
EBT	zisk před zdaněním
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	zisk před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace
EVA	ekonomická přidaná hodnota
EU	Evropská Unie
E&O	Excess & Obsolete
FCFF	volný cash flow do firmy
FCFE	volné cash flow pro vlastníky
FM	finanční majetek
FMV	tržní hodnota
HDP	hrubý domácí produkt
KDU – ČSL	Křesťanská a demokratická unie – Československá strana lidová
KČV	kapitalizované čisté výnosy
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
MVA	hodnota přidaná trhem
NOA	čistá operativní aktiva

NOPAT	zisk z operativní činnosti po zdanění
ODS	Občanská demokratická strana
PH	pokračující hodnota
STAN	Starostové a nezávislí
SWOT	Strengths-Weaknesses-Opportunities-Threats
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné náklady kapitálu

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1	Struktura a vývoj aktiv a pasiv v letech 2003 - 2009.....	41
Obr. 2	Struktura a vývoj oběžných aktiv v letech 2003 - 2009.....	42
Obr. 3	Struktura výnosů.....	42
Obr. 4	Rozdělení EBITu a vývoj EAT a EBT	44
Obr. 5	Reálný růst HDP (%).....	54
Obr. 6	Vývoj základních referenčních sazeb	55
Obr. 7	Rozdělení trhu 2003- 2010	56
Obr. 8	Rozdělení trhu hotových výrobků 2009 - 2010	57
Obr. 9	Produktové vymezení hotových výrobků v roce 2009.....	58
Obr. 10	Vývoj ceny oceli v období 1/2009 – 9/2010.....	68
Obr. 11	Vývoj produktivity práce v XY, a.s. v období 1/2007 – 12/2010.....	69

SEZNAM TABULEK

Tab. 1 Vymezení peněžních toků pro metodu DCFF	19
Tab. 2 Vymezení toků pro metodu DCFE	20
Tab. 3 Vymezení tržní hodnoty VK.....	28
Tab. 4 Vývoj hospodaření firmy v letech 2003 – 2009.....	43
Tab. 5 Vývoj toků peněžní hotovosti – XY, a.s. v letech 2003 - 2009.....	44
Tab. 6 Srovnání CF a zisku (v tis. Kč).....	45
Tab. 7 Vývoj čistého pracovního kapitálu – XY, a.s.	46
Tab. 8 Ukazatele likvidity.....	46
Tab. 9 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	47
Tab. 10 Ukazatele aktivity	48
Tab. 11 Ukazatel rentability.....	49
Tab. 12 Multiplikátor vlastního kapitálu	50
Tab. 13 Výpočet Altmanova Z-skóre.....	51
Tab. 14 Vývoj hlavních ukazatelů	53
Tab. 15 Konkurenční síla oceňovaného podniku.....	59
Tab. 16 Celková aktiva provozně potřebná a nepotřebná (v tis. Kč).....	62
Tab. 17 Korigovaný provozní výsledek (v tis. Kč).....	63
Tab. 18 Vývoj tržeb na základě predikce firem	64
Tab. 19 Analýza tržeb zboží	65
Tab. 20 Prognóza tržeb zboží	65
Tab. 21 Analýza tržeb vlastní výroby	65
Tab. 22 Prognóza tržeb hotových výrobků	66
Tab. 23 Analýza ziskové marže shora (v tis. Kč)	66
Tab. 24 Analýzy ziskové marže zdola	66
Tab. 25 Analýza výkonové spotřeby.....	67
Tab. 26 Analýza osobních nákladů	69
Tab. 27 Prognóza ziskové marže zdola	70
Tab. 28 Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	72
Tab. 29 Odpisový plán 2010 – 2015 (v tis. Kč).....	73
Tab. 30 Prognóza provozně nutného dlouhodobého majetku (v tis. Kč).....	73
Tab. 31 Analýza nákladů na prodané zboží	74

Tab. 32 Plánovaný výkaz zisků a ztrát (v tis. Kč).....	75
Tab. 33 Plánovaný výsledek hospodaření z neprovozních aktiv (v tis. Kč)	75
Tab. 34 Rozdělení výsledku hospodaření (v tis. Kč)	75
Tab. 35 Plánovaná aktiva (v tis. Kč).....	76
Tab. 36 Plánovaná pasiva (v tis. Kč)	77
Tab. 37 Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč).....	77
Tab. 38 Stanovení nákladů na kapitál	80
Tab. 39 FCFE (v tis. Kč).....	81
Tab. 40 Faktory hodnoty pro PH.....	82
Tab. 41 Analýza citlivosti	83
Tab. 42 Výpočet EVA (v tis. Kč).....	84
Tab. 43 Ocenění na základě metody EVA	84
Tab. 44 Aktivace leasingu (v tis. Kč)	85
Tab. 45 Výpočet NOPAT (v tis. Kč)	86
Tab. 46 Výpočet EVA po úpravách (v tis. Kč).....	86
Tab. 47 Výpočet hodnoty metodou KČV	87
Tab. 48 Hodnota podniku na základě metody KČV	87
Tab. 49 Rekapitulace výsledků	88

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Rozvaha – aktiva
- P II Rozvaha - pasiva
- P III Výkaz zisku a ztráty
- P IV Vertikální analýza rozvahy
- P V Vertikální analýza výsledovky
- P VI Horizontální analýza rozvahy
- P VII Horizontální analýza výsledovky
- P VIII Finanční analýza plánu
- P IX Riziková prémie
- P X Ocenění metodou DCF při diskontní míře 11,15 %

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA - AKTIVA

Položka	2 003	2 004	2 005	2 006
AKTIVA CELKEM	546 756	452 510	412 682	449 993
Pohledávky za upsaný základní kapitál				
Dlouhodobý majetek	178 678	173 816	155 583	147 542
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	183	74	0	0
Software	183	74	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	178 495	173 742	155 583	147 542
Pozemky	4 730	4 576	4 576	4 576
Stavby	81 691	78 870	75 686	73 800
Samostatné movité věci soubory movitých věcí	79 240	88 978	71 755	53 535
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	133	230	1 006	1 430
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	12 051	1 088	1 684	13 624
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	650	0	876	577
<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0
Oběžná aktiva	366 208	277 260	253 709	292 153
<i>Zásoby</i>	94 694	108 546	81 167	115 664
Materiál	15 637	32 868	11 120	42 044
Nedokončená výroba a polotovary	11 702	11 030	12 235	18 410
Výrobky	38 898	38 365	32 244	23 138
Zboží	28 457	26 283	25 568	32 072
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	5 077	1 002	0	0
Pohledávky z obchodních vztahů	5 077	1 002	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	80 980	95 531	95 333	115 507
Pohledávky z obchodních vztahů	79 593	93 862	78 592	101 791
Stát - daňové pohledávky	925	308	13 639	11 078
Krátkodobé poskytnuté zálohy		1 329	3 050	2 615
Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	462	32	52	23
Jiné pohledávky	0	0	0	0
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	185 457	72 181	77 209	60 982
Peníze	330	231	221	373
Účty v bankách	5 727	71 950	76 988	60 609
Krátkodobé cenné papíry a podíly	179 400	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek		0	0	0
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	1 870	1 434	3 390	10 298
<i>Časové rozlišení</i>	1 870	1 434	3 390	10 298
Náklady příštích období	1 852	1 131	3 260	10 293
Příjmy příštích období	18	303	130	5

Položka	2 007	2 008	2 009	2 010 pú
AKTIVA CELKEM	512 005	473 869	455 352	478 158
Pohledávky za upsaný základní kapitál				
Dlouhodobý majetek	158 334	149 420	137 708	128 050
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	161	205	123	40
Software	25	205	123	40
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	136			
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	158 173	149 215	137 585	128 010
Pozemky	4 576	4 576	4 557	4 557
Stavby	82 114	83 718	83 684	80 397
Samostatné movité věci soubory movitých věcí	61 592	50 001	45 080	40 678
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	1 441	1 687	845	604
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	8 450	9 233	3 419	1 774
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0			
<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0			
Oběžná aktiva	347 354	322 076	316 313	349 382
<i>Zásoby</i>	147 525	80 656	51 007	51 651
Materiál	41 128	21 617	16 815	14 547
Nedokončená výroba a polotovary	23 011	21 658	14 593	13 214
Výrobky	27 136	12 309	6 321	8 583
Zboží	56 250	25 072	13 278	15 307
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	0	161	0	0
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	161	0	0
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	169 889	115 719	72 611	89 052
Pohledávky z obchodních vztahů	164 321	112 379	68 001	85 863
Stát - daňové pohledávky	2 513	388	3 050	1 592
Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 007	2 684	1 560	1 597
Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	45	266	0	0
Jiné pohledávky	3	2	0	0
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	29 940	125 540	192 695	208 679
Peníze	166	194	209	371
Účty v bankách	29 774	125 346	192 486	208 308
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	6 317	2 373	1 331	726
<i>Časové rozlišení</i>	6 317	2 373	1 331	726
Náklady příštích období	6 006	2 370	1 326	723
Příjmy příštích období	311	3	5	3

PŘÍLOHA P II: ROZVAHA - PASIVA

Položka	2 003	2 004	2 005	2 006
PASIVA CELKEM	546 756	452 510	412 682	449 993
Vlastní kapitál	485 306	369 005	348 618	349 103
<i>Základní kapitál</i>	288 370	288 370	288 370	288 370
Základní kapitál	288 370	288 370	288 370	288 370
<i>Kapitálové fondy</i>	220	220	220	220
Ostatní kapitálové fondy	220	220	220	220
<i>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</i>	42 533	44 462	46 260	46 948
Zákonný rezervní fond	40 613	42 542	44 340	45 028
Statutární a ostatní fondy	1 920	1 920	1 920	1 920
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	115 608	0	0	0
Nerozdělený zisk minulých let	115 608	0	0	0
<i>Hospodářský výsledek běž. úč. obd. (+/-)</i>	38 575	35 953	13 768	13 565
Cizí zdroje	58 890	82 312	62 969	98 700
<i>Rezervy</i>	3 050	4 750	5 542	3 999
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 800	2 500	1 142	0
Ostatní rezervy	250	2 250	4 400	3 999
<i>Dlouhodobé závazky</i>	8 482	8 056	4 039	2 312
Odložený daňový závazek	8 482	8 056	4 039	2 312
<i>Krátkodobé závazky</i>	45 697	66 994	52 563	92 093
Závazky z obchodních vztahů	29 682	44 379	39 151	80 790
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	7 891	2 608	1 165
Závazky k zaměstnancům	3 422	3 350	3 647	3 321
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 924	1 906	1 808	1 839
Stát - daňové závazky a dotace	8 285	9 057	1 362	492
Přijaté zálohy	0	0	58	408
Dohadné účty pasivní (nevyfakturované dodávky)	2 053	411	3 880	3 828
Jiné závazky	331		49	250
<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	1 661	2 512	825	296
Krátkodobé bankovní úvěry	1 661	2 512	825	296
Ostatní pasiva	2 560	1 193	1 095	2 190
<i>Časové rozlišení</i>	2 560	1 193	1 095	2 190
Výdaje příštích období	2 537	1 175	1 095	2 190
Výnosy příštích období	23	18	0	0

Položka	2 007	2 008	2 009	2 010 pú
PASIVA CELKEM	512 005	473 869	455 352	478 158
Vlastní kapitál	360 846	394 614	400 107	416 188
<i>Základní kapitál</i>	288 370	288 370	288 370	288 370
Základní kapitál	288 370	288 370	288 370	288 370
<i>Kapitálové fondy</i>	220	220	220	220
Ostatní kapitálové fondy	220	220	220	220
<i>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</i>	47 626	48 858	50 546	50 821
Zákonný rezervní fond	45 706	46 938	48 626	48 901
Statutární a ostatní fondy	1 920	1 920	1 920	1 920
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	0	23 398	55 478	60 696
Nerozdělený zisk minulých let	0	23 398	55 478	60 696
<i>Hospodářský výsledek běž. úč. obd. (+/-)</i>	24 630	33 768	5 493	16 081
Cizí zdroje	149 499	77 434	52 860	59 898
<i>Rezervy</i>	4 186	4 828	3 743	5 508
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0		
Ostatní rezervy	4 186	4 828	3 743	5 508
<i>Dlouhodobé závazky</i>	1 625	0	1 363	0
Odložený daňový závazek	1 625	0	1 363	
<i>Krátkodobé závazky</i>	143 688	72 606	47 754	54 390
Závazky z obchodních vztahů	124 653	55 563	39 672	43 689
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	1 808	442	435	435
Závazky k zaměstnancům	3 877	3 866	3 166	3 976
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 236	1 973	1 646	2 473
Stát - daňové závazky a dotace	3 695	6 809	911	1 346
Přijaté zálohy	288	295	196	134
Dohadné účty pasivní (nevyfakturované dodávky)	7 049	3 614	1 717	2 322
Jiné závazky	82	44	11	15
<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0		
Ostatní pasiva	1 660	1 821	2 385	2 072
<i>Časové rozlišení</i>	1 660	1 821	2 385	2 072
Výdaje příštích období	1 660	1 821	2 385	2 072
Výnosy příštích období	0	0	0	0

PŘÍLOHA P III: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Položka	2003	2004	2005	2006
Tržby za prodej zboží	118 551	127 960	128 882	148 006
Náklady vynaložené na prodané zboží	64 242	63 890	62 868	74 664
<i>Obchodní marže</i>	54 309	64 070	66 014	73 342
<i>Výkony</i>	313 225	291 754	254 449	238 327
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	304 506	286 077	254 459	234 323
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	1 007	2 177	-1 945	820
Aktivace	7 712	3 500	1 935	3 184
<i>Výkonová spotřeba</i>	207 602	203 772	194 287	196 422
Spotřeba materiálu a energie	127 072	125 381	119 110	122 153
Služby	80 530	78 391	75 177	74 269
<i>Přidaná hodnota</i>	159 932	152 052	126 176	115 247
<i>Osobní náklady</i>	77 550	72 827	72 393	70 216
Mzdové náklady	56 204	52 503	52 182	50 783
Odměny členům orgánů spol. a družstva	108	108	108	108
Náklady na sociální zabezpečení	18 905	18 190	17 943	17 336
Sociální náklady	2 333	2 026	2 160	1 989
Daně a poplatky	474	681	1 141	430
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	24 771	16 561	16 702	15 858
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	19 116	13 412	1 050	934
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 964	6 866	238	152
Tržby z prodeje materiálu	9 152	6 546	812	782
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	19 971	8 149	759	578
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	12 575	3 839	0	0
Prodaný materiál	7 396	4 310	759	578
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-6 162	7 540	12 789	10 589
Ostatní provozní výnosy	8 580	4 924	5 661	4 663
Ostatní provozní náklady	10 554	8 918	11 072	6 033
Provozní výsledek hospodaření	60 470	55 712	18 031	17 140
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	99	32	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0
Výnosové úroky	1 489	2 756	993	1 219
Nákladové úroky	107	124	131	31
Ostatní finanční výnosy	4 542	3 925	2 318	4 316
Ostatní finanční náklady	6 984	8 116	4 770	4 593
Převod finančních výnosů	2 545	0	0	0
Převod finančních nákladů	2 545	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	-961	-1 527	-1 590	911
<i>Daň z příjmu za běžnou činnost</i>	20 934	18 232	2 673	4 486
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	38 575	35 953	13 768	13 565

Položka	2003	2004	2005	2006
Mimořádné výnosy				
Mimořádné náklady				
<i>Daň z příjmu z mimořádné činnosti</i>	0	0	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	0	0	0	0
Převod podílu na HV společníkům				
Hospodářský výsledek za účetní období	38 575	35 953	13 768	13 565
Hospodářský výsledek před zdaněním	59 509	54 185	16 441	18 051

Položka	2007	2008	2009	2010 pú
Tržby za prodej zboží	299 426	295 296	135 914	153 935
Náklady vynaložené na prodané zboží	189 901	165 532	67 369	78 436
Obchodní marže	109 525	129 764	68 545	75 499
<i>Výkony</i>	354 884	266 983	161 412	184 191
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	335 528	268 915	170 996	199 318
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	14 656	-11 972	-10 442	-17 073
Aktivace	4 700	10 040	858	1 946
<i>Výkonová spotřeba</i>	322 546	222 926	132 338	147 907
Spotřeba materiálu a energie	203 228	145 741	75 631	91 065
Služby	119 318	77 185	56 707	56 842
<i>Přidaná hodnota</i>	141 863	173 821	97 619	111 783
<i>Osobní náklady</i>	83 796	85 119	69 521	72 615
Mzdové náklady	60 534	62 003	51 183	52 497
Odměny členům orgánů spol. a družstva	97	108	108	108
Náklady na sociální zabezpečení	21 018	20 699	15 932	17 888
Sociální náklady	2 147	2 309	2 298	2 122
Daně a poplatky	1 046	923	1 394	1 044
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	16 935	17 526	19 252	14 887
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 609	1 271	3 442	1 100
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	313	80	2 232	8
Tržby z prodeje materiálu	1 296	1 191	1 210	1 092
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 051	1 052	1 378	703
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	280	
Prodaný materiál	1 051	1 052	1 098	703
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	3 125	17 230	-7 778	-7 561
Ostatní provozní výnosy	11 980	10 775	5 697	5 102
Ostatní provozní náklady	13 519	19 167	14 144	13 487
Provozní výsledek hospodaření	35 980	44 850	8 847	22 810

Položka	2007	2008	2009	2010 pú
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0
Výnosové úroky	720	1 686	1 713	1 119
Nákladové úroky	27	21	1	0
Ostatní finanční výnosy	7 551	16 781	14 551	4 659
Ostatní finanční náklady	10 684	16 823	16 066	6 843
Převod finančních výnosů	0	0		
Převod finančních nákladů	0	0		
Finanční výsledek hospodaření	-2 440	1 623	197	-1 065
<i>Daň z příjmu za běžnou činnost</i>	8 910	12 705	3 551	5 665
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	24 630	33 768	5 493	16 080
Mimořádné výnosy				
Mimořádné náklady				
<i>Daň z příjmu z mimořádné činnosti</i>	0	0	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	0	0	0	0
Převod podílu na HV společníkům				
Hospodářský výsledek za účetní období	24 630	33 768	5 493	16 080
Hospodářský výsledek před zdaněním	33 540	46 473	9 044	21 745

PŘÍLOHA P IV: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	33 %	38 %	38 %	33 %	31 %	32 %	30 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Dlouhodobý hmotný majetek	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý finanční majetek	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Oběžná aktiva	67 %	61 %	61 %	65 %	68 %	68 %	69 %
Zásoby	26 %	39 %	32 %	40 %	42 %	25 %	16 %
Dlouhodobé pohledávky	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Krátkodobé pohledávky	22 %	34 %	38 %	40 %	49 %	36 %	23 %
Krátkodobý finanční majetek	51 %	26 %	30 %	21 %	9 %	39 %	61 %
Ostatní aktiva	0 %	0 %	1 %	2 %	1 %	1 %	0 %

Zdroj: vlastní výpočty

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PASIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	89 %	82 %	84 %	78 %	70 %	83 %	88 %
Základní kapitál	59 %	78 %	83 %	83 %	80 %	73 %	72 %
Kapitálové fondy	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	9 %	12 %	13 %	13 %	13 %	12 %	13 %
Výsledek hospodaření minulých let	24 %	0 %	0 %	0 %	0 %	6 %	14 %
Výsledek hospodaření běž. úč. obd. (+/-)	8 %	10 %	4 %	4 %	7 %	9 %	1 %
Cizí zdroje	11 %	18 %	15 %	22 %	29 %	16 %	12 %
Rezervy	5 %	6 %	9 %	4 %	3 %	6 %	7 %
Dlouhodobé závazky	14 %	10 %	6 %	2 %	1 %	0 %	3 %
Krátkodobé závazky	78 %	81 %	83 %	93 %	96 %	94 %	90 %
Bankovní úvěry a výpomoci	3 %	3 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní pasiva	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	1 %

Zdroj: vlastní výpočty

PŘÍLOHA P V: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKY

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby za prodej zboží	25 %	29 %	33 %	37 %	44 %	50 %	42 %
Výkony	67 %	66 %	65 %	60 %	52 %	45 %	50 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	65 %	64 %	65 %	59 %	50 %	45 %	53 %
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	0 %	0 %	0 %	0 %	2 %	-2 %	-3 %
Aktivace	2 %	1 %	0 %	1 %	1 %	2 %	0 %
Ostatní výnosy	8 %	6 %	3 %	3 %	3 %	5 %	8 %
VÝNOSY	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Náklady na zboží	15 %	16 %	17 %	19 %	29 %	30 %	21 %
Výkonová spotřeba	48 %	50 %	51 %	51 %	50 %	40 %	42 %
Nákladové úroky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Odpisy DHM a DNM	6 %	4 %	4 %	4 %	3 %	3 %	6 %
Osobní náklady	18 %	18 %	19 %	18 %	13 %	15 %	22 %
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti	-1 %	2 %	3 %	3 %	0 %	3 %	-2 %
Ostatní náklady	14 %	11 %	5 %	4 %	5 %	9 %	12 %
NÁKLADY	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Zdroj: vlastní výpočty

PŘÍLOHA P VI: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Položka	04/03	05/04	06/05	07/06	08/07	09/08
AKTIVA CELKEM	-17 %	-9 %	9 %	14 %	-7 %	-4 %
Dlouhodobý majetek	-3 %	-10 %	-5 %	7 %	-6 %	-8 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	-60 %	-100 %	X	X	X	X
Dlouhodobý hmotný majetek	-3 %	-10 %	-5 %	7 %	-6 %	-8 %
Dlouhodobý finanční majetek	X	X	X	X	X	X
Oběžná aktiva	-24 %	-8 %	15 %	19 %	-7 %	-2 %
Zásoby	15 %	-25 %	43 %	28 %	-45 %	-37 %
Dlouhodobé pohledávky	-80 %	-100 %	X	X	X	X
Krátkodobé pohledávky	18 %	0 %	21 %	47 %	-32 %	-37 %
Krátkodobý finanční majetek	-61 %	7 %	-21 %	-51 %	319 %	53 %
Ostatní aktiva	-23 %	136 %	204 %	-39 %	-62 %	-44 %
PASIVA CELKEM	-17 %	-9 %	9 %	14 %	-7 %	-4 %
Vlastní kapitál	-24 %	-6 %	0 %	3 %	9 %	1 %
Základní kapitál	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Kapitálové fondy	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	5 %	4 %	1 %	1 %	3 %	3 %
Výsledek hospodaření minulých let	-100 %	X	X	X	X	137 %
Výsledek hospodaření běž. úč. obd. (+/-)	-7 %	-62 %	-1 %	82 %	37 %	-84 %
Cizí zdroje	40 %	-23 %	57 %	51 %	-48 %	-32 %
Rezervy	56 %	17 %	-28 %	5 %	15 %	-22 %
Dlouhodobé závazky	-5 %	-50 %	-43 %	-30 %	-100 %	X
Krátkodobé závazky	47 %	-22 %	75 %	56 %	-49 %	-34 %
Bankovní úvěry a výpomoci	51 %	-67 %	-64 %	-100 %	X	X
Ostatní pasiva	-53 %	-8 %	100 %	-24 %	10 %	31 %

Zdroj: vlastní výpočty

PŘÍLOHA P VII: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKY

Položka	04/03	05/04	06/05	07/06	08/07	09/08
Tržby za prodej zboží	8 %	1 %	15 %	102 %	-1 %	-54 %
Výkony	-7 %	-13 %	-6 %	49 %	-25 %	-40 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-6 %	-11 %	-8 %	43 %	-20 %	-36 %
Změna stavu vnitropod. zásob vlastní výroby	116 %	-189 %	142 %	1687 %	-182 %	13 %
Aktivace	-55 %	-45 %	65 %	48 %	114 %	-91 %
Ostatní výnosy	-31 %	-60 %	11 %	96 %	40 %	-17 %
VÝNOSY	-5 %	-12 %	1 %	70 %	-12 %	-46 %
Náklady na zboží	-1 %	-2 %	19 %	154 %	-13 %	-59 %
Výkonová spotřeba	-2 %	-5 %	1 %	64 %	-31 %	-41 %
Nákladové úroky	16 %	6 %	-76 %	-13 %	-22 %	-95 %
Odpisy DHM a DNM	-33 %	1 %	-5 %	7 %	3 %	10 %
Osobní náklady	-6 %	-1 %	-3 %	19 %	2 %	-18 %
Změna stavu rezerv a OP	222 %	70 %	-17 %	-70 %	451 %	-145 %
Ostatní náklady	-28 %	-54 %	-21 %	118 %	44 %	-28 %
NÁKLADY	-5 %	-7 %	1 %	70 %	-14 %	-43 %

Zdroj: vlastní výpočty

PŘÍLOHA P VIII: FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Likvidita					
Okamžitá likvidita	3,86	3,80	3,88	3,97	4,24
Pohotová likvidita	5,11	5,05	5,05	5,13	5,40
Běžná likvidita	5,94	5,88	5,88	5,97	6,24
Zadluženost					
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	86,2 %	86,1 %	86,0 %	86,2 %	86,7 %
Zadluženost (podíl CK)	13,4 %	13,5 %	13,6 %	13,5 %	12,9 %
Krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem	3,3	3,4	3,6	3,8	4,0
Průměrná doba splacení dluhů (roky)	2,0	6,9	3,2	3,3	2,8
Rentabilita účetní					
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT	3,2 %	3,6 %	5,0 %	5,9 %	5,7 %
Rentabilita vlastního kapitálu po dani	3,0 %	3,4 %	4,7 %	5,5 %	5,3 %
Rentabilita tržeb po dani	3,5 %	3,8 %	5,2 %	6,2 %	6,1 %
Rentabilita tržeb z provozního zisku	4,7 %	5,1 %	6,9 %	8,0 %	7,9 %
Rentabilita tržeb z provozního cash flow	8,7 %	2,9 %	5,7 %	5,4 %	6,0 %
Rentabilita hlavního provozu					
Rentabilita tržeb z KPVH po dani (zisková marže)	3,8 %	4,2 %	5,6 %	6,4 %	6,4 %
Rentabilita prov. nutného investovaného kapitálu z KPVH	6,4 %	7,9 %	10,9 %	13,4 %	13,2 %
Aktivita					
Doba obratu zásob (dny)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Doba obratu pohledávek (dny)	75,0	75,0	70,0	70,0	70,0
Doba obratu obchodních závazků (dny)	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0

Zdroj: vlastní výpočty

PŘÍLOHA P IX: RIZIKOVÁ PŘIRÁŽKA

<i>Country</i>	<i>Local Currency Rating</i>	<i>Total Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Albania	B1	11.00 %	6.00 %
Angola	Ba3	9.88 %	4.88 %
Argentina	B3	14.00 %	9.00 %
Armenia	Ba2	9.13 %	4.13 %
Australia	Aaa	5.00 %	0.00 %
Austria	Aaa	5.00 %	0.00 %
Azerbaijan	Ba1	8.60 %	3.60 %
Bahamas	A3	6.73 %	1.73 %
Bahrain	Baa1	7.25 %	2.25 %
Bangladesh	Ba3	9.88 %	4.88 %
Barbados	Baa3	8.00 %	3.00 %
Belarus	B2	12.50 %	7.50 %
Belgium	Aa1	5.38 %	0.38 %
Belize	B3	14.00 %	9.00 %
Bermuda	Aa2	5.75 %	0.75 %
Bolivia	B1	11.00 %	6.00 %
Bosnia and Herzegovina	B2	12.50 %	7.50 %
Botswana	A2	6.50 %	1.50 %
Brazil	Baa2	7.63 %	2.63 %
Bulgaria	Baa3	8.00 %	3.00 %
Cambodia	B2	12.50 %	7.50 %
Canada	Aaa	5.00 %	0.00 %
Cayman Islands	Aa3	6.05 %	1.05 %
Chile	Aa3	6.05 %	1.05 %
China	Aa3	6.05 %	1.05 %
Colombia	Baa3	8.00 %	3.00 %
Costa Rica	Baa3	8.00 %	3.00 %
Croatia	Baa3	8.00 %	3.00 %
Cuba	Caa1	15.50 %	10.50 %
Cyprus	A2	6.50 %	1.50 %
Czech Republic	A1	6.28 %	1.28 %
Denmark	Aaa	5.00 %	0.00 %
Dominican Republic	B1	11.00 %	6.00 %
Ecuador	Caa2	17.75 %	12.75 %

Zdroj: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

**PŘÍLOHA P X: OCENĚNÍ METODOU DCF PŘI DISKONTNÍ MÍŘE
11,15 %**

Současná hodnota 1. fáze	79 979
Současná hodnota 2. fáze	163 913
Provozní hodnota brutto	243 892
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	243 892
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 956
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	246 848

Zdroj: vlastní výpočty