Projekt stanovení hodnoty podniku XY využitím výnosových metod oceňování

Bc. Jana Maňáková

Diplomová práce
2012

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav podnikové ekonomiky
akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení:	**Bc. Jana MAŇÁKOVÁ, dip.ekonom**
Osobní číslo:	**M10561**
Studijní program:	**N 6208 Ekonomika a management**
Studijní obor:	**Podniková ekonomika**
Téma práce:	**Projekt stanovení hodnoty podniku XY využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I.Teoretická část

- **Prostudujte literární prameny a proveďte kritickou literární rešerši orientovanou na oceňování podniku výnosovými metodami.**

II. Praktická část

- **Proveďte strategickou a finanční analýzu podniku XY a.s.**
- **Na základě předcházející analýzy a prognózy zpracujte dlouhodobý finanční plán podniku XY a.s.**
- **Pomocí vybraných výnosových metod stanovte hodnotu podniku XY a.s.**

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**

Rozsah příloh:

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana et al. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. Finanční analýza a plánování podniku. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přepr. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-3671.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Kramná**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **26. března 2012**

Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2012**

Ve Zlíně dne 26. března 2012

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka

L.S.

UNIVERZITA TOMÁŠE BATI VE ZLÍNĚ
Fakulta managementu a ekonomiky

doc. Ing. Boris Popesko, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA
DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním 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 obhajoby[1];
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou 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. 3[2];
- podle § 60[3] 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 nevýdělečně 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 vzdělávacího 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). Odpírá-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 § 60[4] odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – 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 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 diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a použité informační zdroje jsem citovala;

- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 16.4.2012

.....

[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 výdělku 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 výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomový projekt se zabývá určením tržní hodnoty podniku využitím výnosových metod oceňování – metody diskontovaných peněžních toků (DCF) a metody ekonomické přidané hodnoty (EVA). Teoretická část definuje pojem podnik, kategorii hodnoty a důvody pro ocenění. Další kapitoly jsou věnovány metodám a postupu stanovení hodnoty podniku a vlivu faktoru času a rizika, které se do ocenění promítá prostřednictvím diskontní míry. Praktická část se zabývá strategickou a finanční analýzou podniku, stanovením generátorů hodnoty, modelací finančního plánu a v závěru samotným oceněním podniku.

Klíčová slova:

Ocenění podniku, strategická analýza, finanční analýza, náklady kapitálu, výnosové metody ocenění.

ABSTRACT

This diploma thesis deals with determining the company´s value by using yield valuation methods – discounted cash flow (DCF) and economic value added (EVA).

The teoretical part defines the enterprise value of the category and the reasons for the valuation. Other chapters are devoted to the methods and procedures to determine the company´s value and the time and risk factors in the interest rate.

The practical part is devoted to the valuation of the company, preceded by the financial and strategic analysis and the value of generators.

Based on the analysis, the strategic plan and the value of the company are provided.

Keywords:

Valuation of the company, strategical analysis, financial analysis, cost of capital, yield valuation methods.

Děkuji ing. Evě Kramné za odborné vedené této práce.

Děkuji managementu a dalším pracovníkům společnosti za vstřícnost a poskytnutí prostoru pro vypracování diplomové práce, včetně potřebných podkladů a informací.

Veliký dík patří celé rodině za podporu během studia.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD **12**
I TEORETICKÁ ČÁST **13**
1 TEORIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **14**
1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ 14
1.2 POJEM HODNOTA PODNIKU 14
1.2.1 Hladiny hodnoty podniku 14
1.2.2 Předpisy pro oceňování podniků 15
1.2.3 Kategorie hodnoty podniku 15
2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **17**
2.1 STANOVENÍ DŮVODU A CÍLE OCENĚNÍ 17
2.1.1 Důvody oceňování podniku 17
2.1.2 Cíl ocenění podniku 17
2.2 SBĚR VSTUPNÍCH DAT 18
2.3 STRATEGICKÁ ANALÝZA 19
2.3.1 Analýza vnějšího potenciálu firmy – vymezení relevantního trhu 20
2.3.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu firmy 21
2.4 FINANČNÍ ANALÝZA 21
2.4.1 Absolutní ukazatele 21
2.4.2 Rozdílové ukazatele 22
2.4.3 Poměrové ukazatele 22
2.4.4 Analýza pracovního kapitálu 22
2.4.5 Srovnání podniku s vývojem odvětví 23
2.4.6 Souhrnné ukazatele 23
2.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY 23
2.6 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ 24
2.6.1 Provozně nepotřebná aktiva 24
2.6.2 Provozně nutný investovaný kapitál 25
2.6.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPHV) 25
2.7 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU 26
2.8 APLIKACE ZVOLENÝCH METOD OCENĚNÍ 27
2.9 SYNTÉZA VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ A VÝROK O HODNOTĚ PODNIKU K DATU OCENĚNÍ 27
3 FAKTOR ČASU A FAKTOR RIZIKA PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **28**
3.1 FAKTOR ČASU 28
3.2 FAKTOR RIZIKA 28
3.2.1 Jedinečné, specifické riziko 29
3.2.2 Riziko systematické 29
3.3 DISKONTNÍ MÍRA 30
3.4 DISKONTNÍ MÍRA PRO METODY DCF 30
3.4.1 Stanovení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém kapitálu 31
3.4.2 Stanovení nákladů na cizí kapitál 31
3.4.3 Odhad požadované míry výnosu vlastního kapitálu 32

3.4.3.1 Model oceňování kapitálových aktiv - model CAPM 32
3.4.3.2 Model INFA 33
3.4.3.3 Stavebnicová metoda 35
4 METODY OCENĚNÍ PODNIKU 36
4.1 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU 36
4.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF) 37
4.1.1.1 Metoda DCF Entity (FCFF) 37
4.1.1.2 Metoda DCF Equity (FCFE) 40
4.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) 41
4.1.2.1 Propočet čistých provozních aktiv - NOA 41
4.1.2.2 Určení velikosti čistého operativního zisku - NOPAT 41
4.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů 42
4.1.4 Kombinované výnosové metody 43
4.1.4.1 Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda) 43
4.1.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů 43
4.2 MAJETKOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU 44
4.2.1 Majetková ocenění za předpokladu pokračování podniku 44
4.2.1.1 Účetní hodnota na principu historických cen 44
4.2.1.2 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen 44
4.2.1.3 Substanční hodnota na principu úspory nákladů 44
4.2.2 Ocenění likvidační hodnotou 45
4.3 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU 45
4.3.1 Přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu 45
4.3.2 Ocenění metodou tržního porovnání 45
4.4 DÍLČÍ ZÁVĚR K TEORETICKÉ ČÁSTI 46
II PRAKTICKÁ ČÁST 47
5 PŘEDSTAVENÍ PODNIKU XY 48
5.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE 48
5.2 HISTORIE 48
5.3 SOUČASNOST 49
5.4 VÝROBNÍ PROGRAM 50
5.5 VÝROBNÍ PROCES 50
6 PROJEKT OCENĚNÍ PODNIKU XY VÝNOSOVÝMI METODAMI 53
7 MAKREKONOMICKÁ ANALÝZA A PREDIKCE 54
7.1 MAKROEKONOMICKÁ – PEST ANALÝZA 54
7.1.1 Politické a legislativní prostředí 54
7.1.2 Sociální a demografické prostředí 54
7.1.3 Technické a technologické prostředí 54
7.1.4 Domácí a světová ekonomika 55
7.1.4.1 Shrnutí minulého makroekonomického vývoje ČR 55
7.1.4.2 Predikce makro vývoje ve světové ekonomice a v ČR 56
8 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU A PREDIKCE 60
8.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU (RELEVANTNÍ TRH, JEHO ANALÝZA A PROGNÓZA) 60
8.1.1.1 Analýza trhu technické tkaniny X 60

8.1.1.2 Analýza trhu technické tkaniny Y 61
8.1.1.3 Analýza trhu technické tkaniny Z 62
8.1.2 Distribuční články a prostředníci 63
8.1.3 Prognóza trhu a prodeje pro období 2012 – 2016 63
8.1.3.1 Gumárenské odvětví - technická tkanina X 63
8.1.3.2 Odvětví výrobců dopravníkových pásů - technická tkanina Y 64
8.1.3.3 Stavebnictví - technická tkanina Z 64
8.1.3.4 Prognóza prodeje firmy XY 65
8.1.4 Analýza atraktivity trhu 66
8.2 ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU A KONKURENČNÍCH VÝHOD PODNIKU 66
8.2.1 Ekonomická situace 66
8.2.2 Surovinové a materiálové zdroje 67
8.2.3 Výrobní a technologická základna 67
8.2.4 Image a goodwill firmy 67
8.2.5 Lidské zdroje 67
8.2.6 Úroveň řízení a organizace firmy 67
8.2.7 Systém kontroly a řízení kvality 69
8.2.8 Vědeckovýzkumné a vývojové zdroje 69
8.2.9 Stanovení perspektivnosti podniku 69
8.3 SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ INTERNÍ A EXTERNÍ ANALÝZY – SWOT ANALÝZA 75
9 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU 76
9.1 ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ 76
9.1.1 Vertikální analýza rozvahy 76
9.1.1.1 Aktiva 76
9.1.1.2 Pasiva 77
9.1.2 Horizontální analýza rozvahy 77
9.1.2.1 Aktiva 77
9.1.2.2 Pasiva 77
9.1.3 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty 78
9.1.3.1 Výnosy 78
9.1.3.2 Náklady 78
9.1.4 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty 78
9.1.4.1 Výnosy 78
9.1.4.2 Náklady 78
9.2 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ 79
9.2.1 Ukazatele rentability 79
9.2.2 Ukazatele likvidity, rozdílové ukazatele 79
9.2.3 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury 80
9.2.4 Ukazatele aktivity 81
9.3 SOUHRNNÉ UKAZATELE 81
9.3.1 Altmanův model 81
9.3.2 Index IN01 82
9.4 ZÁVĚR FINANČNÍ ANALÝZY 82
10 FINANČNÍ PLÁN PODNIKU XY 83
10.1 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY 83
10.1.1 Tržby 83
10.1.1.1 Prognóza tržeb 2012 – 2016 83

10.1.2 Provozní zisková marže 85
10.1.2.1 Prognóza ziskové marže shora 2012 - 2016 85
10.1.3 Investice do pracovního kapitálu 86
10.1.3.1 Prognóza výše provozně nutného pracovního kapitálu 86
10.1.4 Prognóza vývoje dlouhodobého majetku a odpisů 87
10.2 PROGNÓZA OSTATNÍCH NÁKLADŮ A VÝNOSŮ 88
PROGNÓZA CIZÍCH ZDROJŮ 88
10.2.1 Rezervy, dlouhodobé závazky 88
10.2.2 Bankovní úvěry a výpomoci 89
10.3 FINANČNÍ PLÁN 2012 – 2016 89
10.4 FINANČNÍ ANALÝZA FINANČNÍHO PLÁNU 89
10.5 ZÁVĚR K FINANČNÍMU PLÁNU 89
11 STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL PODNIKU XY 90
11.1 STANOVENÍ NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL RŮZNÝMI METODAMI 90
11.1.1 Model oceňování kapitálových aktiv – model CAPM 90
11.1.1.1 Bezriziková výnosová míra (r_f) 90
11.1.1.2 Koeficient beta (β) 90
11.1.1.3 Riziková prémie trhu (RPT) 92
11.1.1.4 Riziková prémie země (RPZ) 92
11.1.1.5 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM 92
11.1.2 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou INFA 93
11.1.3 Závěr k nákladům vlastního kapitálu 93
11.2 STANOVENÍ NÁKLADŮ NA CIZÍ KAPITÁL 94
11.3 STANOVENÍ PRŮMĚRNÝCH VÁŽENÝCH NÁKLADŮ NA KAPITÁL – WACC 94
12 OCENĚNÍ PODNIKU XY VÝNOSOVÝMI METODAMI 95
12.1 METODA DCF ENTITY (FCFF) 95
12.1.1 Výpočet hodnoty 1. fáze 2012 – 2016 95
12.1.2 Výpočet hodnoty 2. fáze (pokračující hodnota) 96
12.2 METODA EVA ENTITY 97
12.2.1 Výpočet hodnoty 1. fáze 2012 – 2016 98
12.2.2 Výpočet hodnoty 2. fáze (pokračující hodnota) 98
12.3 SYNTÉZA VÝSLEDKŮ, STANOVENÍ VÝSLEDNÉ HODNOTY PODNIKU 99
ZÁVĚR 100
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY 101
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK 104
SEZNAM OBRÁZKŮ 106
SEZNAM TABULEK 107
SEZNAM PŘÍLOH 110

ÚVOD

Ocenění podniku samo o sobě je službou, kterou si objednatel sjednává, aby tím získal nějaký užitek. Tento užitek může mít různou podobu a podněty k ocenění podniku mohou být velmi rozmanité. Obvyklým impulsem pro ocenění podniku znalcem bývá koupě či prodej podniku, vstup nových společníků do společnosti, fúze či přeměna společnosti nebo žádost o úvěr.

Pro projekt ocenění jsem si zvolila podnik, který v nedávné minulosti prošel zatěžkávací zkouškou v podobě insolvence, reorganizace a prodeje. V souvislosti s prodejem podniku byla znalcem ke konci roku 2009 stanovena tržní cena jeho core-business pomocí výnosových metod oceňování.

Nabízejí se otázky:

- jakou tržní hodnotu má podnik nyní – po více než dvou letech od posledního ocenění?
- dokázal podnik za tuto dobu zhodnotit investici nových majitelů?

Považuji za přínosné a zajímavé srovnat minulou a současnou finanční pozici podniku a na základě strategické analýzy a finančního plánu zvážit, zda i nadále podnik splňuje předpoklad going concern - tedy jednu ze základních podmínek pro užití výnosových metod oceňování.

Cílem diplomového projektu je stanovení tržní hodnoty podniku XY prostřednictvím výnosových metod oceňování – konkrétně pomocí metod DCF Entity a EVA Entity. Jedná se o metody, kterými byl podnik v minulosti oceněn v souvislosti s prodejem.

Na základě studia odborné literatury v teoretické části popíši základní atributy oceňování podniku, nezbytné kroky při samotném ocenění a představím spektrum metod, které se pro oceňování používají v naší republice i ve světě.

V praktické části provedu strategickou a finanční analýzu podniku a zhodnotím rizika podnikání. Na základě analýz pak namodeluji finanční plán podniku pro období 2012 – 2016. Vliv času a rizika promítnu do ocenění prostřednictvím kalkulované diskontní míry WACC.

V závěru následuje samotné ocenění a výrok o tržní hodnotě podniku k 1. 1. 2012.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

1.1 Podnik jako předmět ocenění

Podnik je v literatuře vymezován různě. Při oceňování však mají největší význam definice uváděné v Obchodním zákoníku, který definuje podnik v § 5 takto:

„…soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná…“ (Česko, 1992, s. 8)

Při oceňování je nutné pohlížet na podnik jako na funkční celek. Funkce podniku nalezneme např. § 2 Obchodního zákoníku, který říká:

„Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní zodpovědnost za účelem dosažení zisku.“ (Česko, 1992, s. 7)

Tedy soubor majetkových hodnot zvaný podnik je podnikem jen tehdy, když plní svůj základní účel – dosahovat zisku. Také z toho lze vyvozovat prioritu výnosových metod při oceňování podniku. (Mařík, 2011, s. 6)

1.2 Pojem hodnota podniku

Je důležité zdůraznit, že něco jako objektivní hodnota podniku neexistuje. Hodnota podniku závisí především na budoucím užitku, který můžeme z držení podniku očekávat.

„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (ang. present value).“ (Mařík, 2011, s. 20)

1.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik lze oceňovat na různých hladinách:

1. Hodnota podniku brutto

Udává hodnotu podniku jako celku, tedy hodnotu pro vlastníky a věřitele. Hodnota brutto je totožná s pojmem obchodní majetek:

„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), které

patří podnikateli a slouží nebo je určen k podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“ (Ministerstvo vnitra, 2012)

2. Hodnota podniku netto

Udává hodnotu podniku jen pro vlastníky, oceňuje se pouze vlastní kapitál:

„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“ (Ministerstvo vnitra, 2012)

1.2.2 Předpisy pro oceňování podniků

V České republice v současné době neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl obecně závazný při oceňování podniku. Oceňovatelé podniků se v České republice opírají především o ekonomickou teorii a mohou určitým způsobem uplatnit i následující předpisy:

1. České předpisy
   - Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR
   - Metodický pokyn České národní banky
2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy
3. Národní standardy některých zemí
   - Americké oceňovací standardy US PAP
   - Německý standard IDW S1 (Mařík, 2011, s. 35)

1.2.3 Kategorie hodnoty podniku

Rozeznáváme čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

1. Tržní hodnota

Odvíjí se od toho, kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu.

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (Mařík, 2011, s. 22)

2. Subjektivní (investiční) ocenění

Takto pojatá hodnota je odpovědí na otázku: jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího? (Mařík, 2011, s. 26) Základní charakteristiky investiční hodnoty:

- Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů.
- Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno. (Mařík, 2011, s. 27)

3. Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku, jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou. (Mařík, 2011, s. 28) Dle německých oceňovacích standardů IDW Standard S1 (2007) představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou metodu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.

4. Kolínská škola

„Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.“ (Mařík, 2011, s. 30) Dle Maříka (2011) Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování:

- funkce poradenská
- funkce rozhodčí
- funkce argumentační
- funkce komunikační
- funkce daňová

2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

2.1 Stanovení důvodu a cíle ocenění

Před zahájením prací na oceňování podniku je důležité vyjasnit si, z jakého důvodu bude ocenění prováděno. Cíl práce je pak východiskem pro výběr modelů, se kterými se následně pracuje.

2.1.1 Důvody oceňování podniku

Důvody k oceňování podniku mohou být rozmanité. V zásadě se rozlišuje, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, nebo nikoliv:

1. Ocenění související s vlastnickými změnami, např.:
   - koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 OZ
   - nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 OZ
   - ocenění v souvislosti s fúzí dle § 69a OZ
   - ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti dle § 69c OZ
   - ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí dle § 183a až 183g OZ
   - ocenění v souvislosti s nabídkou na odkoupení účastnických cenných papírů dle § 183h OZ
   - ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů, tj. tzv. squezze-out dle § 183i a následující OZ
   - přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu dle § 117a, odst. 7 OZ (Mařík, 2011, s. 35)
2. Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, např.:
   - změna právní formy společnosti dle § 69d OZ
   - ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru
   - ocenění v souvislosti se sanací podniku (Mařík, 2011, s. 35 – 36)

2.1.2 Cíl ocenění podniku

Dle Mařík (2011) všechny kategorie hodnoty uvedené v kapitole 1.2.3. mají své opodstatnění a každá z nich se hodí pro jinou situaci. Při použití **investiční hodnoty (subjektivního ocenění)** se jedná o hodnotu podniku pro konkrétní subjekt. Je založeno převážně na budoucnosti, do které se promítne individuální očekávání daného subjektu. Subjektivní přístup je vhodný zejména v situacích:

- koupě a prodej podniku, kdy subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy stávající vlastník má představu, co by byl s podnikem ještě schopen udělat, a zjišťuje, zda by měl podnik větší hodnotu, kdyby pokračoval v činnosti nebo zda je větší momentální likvidační hodnota podniku. (Mařík, 2011, s. 34)

Je odpovědí na otázku: Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího.

Tržní hodnota a objektivizované ocenění jsou vhodné naopak v situacích, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu. (Mařík, 2011, s. 34 - 36)

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při:

- uvádění podniku na burzu
- prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat. (Mařík, 2011, s. 34)

O **objektivizované ocenění** bychom měli usilovat tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav:

- při poskytování úvěru
- při zjišťování současné reálné bonity podniku (Mařík, 2011, s. 34)

Je odpovědí na otázku: Jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou?

Kolínská škola a zejména **rozhodčí hodnota** má rozhodující význam především při podnikových transformacích, ale také při prodeji podniku. (Mařík, 2011, s. 34)

2.2 Sběr vstupních dat

Rozsah dat, která jsou shromažďována a následně zpracovávána, je značný a pokrývá téměř celé dění v podniku. Pro kvalitní ocenění je nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale také o prostředí, ve kterém podnik funguje, tzn. o makroekonomickém prostředí (makroprostředí) a o odvětví (mikroprostředí), do kterého podnik patří. (Kislingerová, 2001, s. 25) Sbíraná data je možné rozdělit do několika skupin:

1. Základní data o podniku (např. název, právní forma, předmět podnikání, základní řídící struktura podniku, historie podniku).

2. Ekonomická data (např. účetní výkazy za poslední období, výroční zprávy, zprávy auditorů).
3. Relevantní trh (vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity trhu).
4. Konkurenční struktura relevantního trhu (hlavní konkurenti, substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví).
5. Odbyt a marketing (struktura odbytu, hlavní produkty, jejich hodnocení, srovnání s konkurencí, ceny, cenová politika, reklama, vývoj a výzkum).
6. Výroba a dodavatelé (řízení kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacita a její využití, stav dlouhodobého majetku, investice, dodavatelé – struktura dodávek, míra závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích, logistika a její úroveň, stav a struktura zásob).
7. Pracovníci (struktura pracovníků, nároky na kvalifikaci pracovníků, situace na trhu práce, fluktuace, produktivita práce, osobní náklady). (Mařík, 2011, s. 54)

2.3 Strategická analýza

Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál podniku. Strategická analýza by měla dát odpověď na tři základní otázky:

1. Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
2. Jaký vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
3. Jaká rizika jsou s podnikem spojena? (Mařík, 2011, s. 57)

Obr. 1. Analýza vývoje potenciálu podniku (Mařík, 2011, s. 56)

Při oceňování je nezbytné stanovit perspektivu podniku z dlouhodobého hlediska. „Odhadci často téměř automaticky pracují s předpokladem trvalého pokračování podniku (předpoklad going concern). Going concern ovšem není předpoklad, který lze přijmout automaticky. Naopak, jedná se o předpoklad, který je třeba natolik doložit, aby byl skutečně důvěryhodný.“ (Mařík, 2011, s. 57)

Při řešení problému going concern je možné podnik zařadit do jedné z následujících kategorií:

1. Zdravý podnik, kde je na místě předpoklad going concern.
2. Slabší podnik, který může přežít, ale rizika jsou značná.
3. Nemocný podnik, kde rizika jsou vysoká a jeho životnost bude omezená (cca 3 – 10 let).
4. Absolutně ohrožený podnik, který bude nejvhodnější ocenit likvidační hodnotou. (Mařík, 2011, s. 58)

2.3.1 Analýza vnějšího potenciálu firmy – vymezení relevantního trhu

Relevantní trh představuje území, kam podnik prodává, ale zároveň i poptává své výrobky a služby. Při formulaci relevantního trhu je důležité, aby oborová klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) co nejvíce odpovídala výrobnímu programu daného podniku.

V analýze makroprostředí se zaměřujeme na dva základní okruhy problémů a to:

1. Identifikaci základních charakteristických znaků odvětví
2. Prognózu vývoje odvětví

Základními charakteristickými znaky odvětví jsou:

- citlivost odvětví na změny hospodářského cyklu
- míra regulace ze strany státu – bariéry vstupu do odvětví apod.
- struktura odvětví

Důležitá je především analýza citlivosti daného odvětví na hospodářský cyklus. Ve vazbě na konjunkturální cyklus rozlišujeme odvětví cyklická, neutrální a anticyklická.

Druhou podstatnou odvětvovou charakteristikou je způsob vládní regulace. Ve vztahu k některým produktům nebo službám může ze strany státu existovat cílený přístup (např. regulované ceny), nebo se jedná o bariéry vstupu do odvětví. (Kislingerová, 2001, s. 32 - 37)

Dle Kislingerové (2001) se makroekonomickými analýzami zabývají profesionálně různé instituce počínaje Statistickým úřadem, Českou národní bankou, přes investiční a makléřské společnosti. Nejedná se tedy primárně o vlastní analytické přístupy, ale převážně o přebírání již zpracovaných analytických materiálů; těžiště práce pak spočívá v jejich správné interpretaci v konkrétním podniku. (Kislingerová, 2001, s. 37)

2.3.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu firmy

Kislingerová (2001) shrnuje, že výsledkem analýzy je posouzení perspektivnosti podniku, odhad vývoje tržního podílu, riziko podniku – důležitý aspekt při stanovování diskontní míry. Mezi přímé faktory konkurenční síly se řadí kvalita a technická úroveň, ceny produktů, servis, komunikace se zákazníky a odbytové cesty. Za nepřímé faktory jsou považováni manažeři a řízení podniku, inovace, vývoj a výzkum, dlouhodobý majetek a investice.

2.4 Finanční analýza

Finanční analýza se opírá převážně o informace, které čerpá z účetní závěrky. Zkoumá strukturu podnikových aktiv, kvalitu a intenzitu jejich využívání, způsob jejich financování, profitabilitu firmy, její solventnost, likviditu a další rysy. Cenným rysem finanční analýzy je srovnat výsledky několika období a na základě toho ohodnotit vývojový trend hospodaření podniku. (Blaha, 2006, s. 51) Základní představu o finančním zdraví a finančním chování si finanční analytik vytváří podle údajů v rozvaze a ve výkazu zisku a ztráty, přehledu o peněžních tocích a přílohy k účetní závěrce. (Grünwald, Holečková, 2008, s. 27)

2.4.1 Absolutní ukazatele

Základní východisko rozboru tvoří tzv. absolutní ukazatele. Tedy každá analýza jako první postupový krok zpracovává vertikální a horizontální rozbor absolutních údajů z finančních výkazů.

Horizontální analýza je vhodným způsobem kvantifikace meziročních změn. Zjišťujeme, o kolik procent se jednotlivé položky oproti minulému roku změnily (index), popř. o kolik se jednotlivé položky změnily v absolutních číslech (diference). (Pavelková, Knápková, 2010, s. 66)

Vertikální analýza spočívá v tom, že se na jednotlivé položky finančních výkazů pohlíží v relaci k nějaké veličině. V případě rozvahy je volba sumy položek obvykle jednoznačná – celková bilanční suma. Poněkud méně jednoznačná je volba vztažné veličiny v případě

výkazu zisku a ztráty. Sledujeme např. podíl jednotlivých položek na celkových výnosech případně na celkových tržbách. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 66)

2.4.2 Rozdílové ukazatele

Slouží k analýze a řízení finanční situace podniku s orientací na jeho likviditu. K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům patří čistý pracovní kapitál, který je definován jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji a má významný vliv na platební schopnost podniku. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 81)

2.4.3 Poměrové ukazatele

Poměr (podíl) je vztah jednoho čísla k druhému. Poměrové ukazatele lze rozdělit do několika skupin.

Ukazatele rentability patří v praxi k nejsledovanějším ukazatelům vzhledem k tomu, že informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 96)

Ukazatele aktivity měří, jak úspěšně využívá management podniku aktiva. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 103)

Ukazatele zadluženosti sledují vztah mezi vlastními a cizími zdroji. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 83)

Ukazatele likvidity vysvětlují vztah mezi oběžnými aktivy a krátkodobými pasivy a schopnost podniku dostát včas svým závazkům. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 89)

Ukazatele kapitálového trhu do jisté míry překonávají nedostatek všech předchozích ukazatelů, které vycházejí z účetních hodnot. Tím, že do některých ukazatelů vstupuje cena akcie, lze si udělat představu, jak společnost hodnotí trh. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 107)

2.4.4 Analýza pracovního kapitálu

Pro finanční řízení podniku je účelné sledovat tzv. čistý pracovní kapitál, což je část dlouhodobých zdrojů podniku, která kryje oběžná aktiva. Čistý pracovní kapitál vytváří jakýsi „polštář“ pro případné finanční výkyvy. Jedná se o dlouhodobý zdroj, který má podnik pro profinancování běžného chodu podniku. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 82)

2.4.5 Srovnání podniku s vývojem odvětví

Ve většině situací si při hodnocení výkonnosti podniku nevystačíme pouze s horizontální, vertikální analýzou a poměrovými ukazateli, ale je zapotřebí zjištěný stav nějakým způsobem porovnat s prostředím, ve kterém se podnik nachází. Mezi nejčastější postupy patří porovnání podniku s vývojem celého odvětví. (Kislingerová, Hnilica, 2008, s. 39)

2.4.6 Souhrnné ukazatele

EVA předpokládá, že se pro každý podnik dá zjistit aktuální požadovaná zisková výnosnost uspokojující investory. Vychází z teze, že vložený kapitál, vyjádřený účetní hodnotou vloženého vlastního kapitálu, by měl plodit alespoň požadovanou ziskovou výnosnost tak, aby se skutečná výnosnost (rentabilita vlastního kapitálu) rovnala požadované ziskové výnosnosti. Podstatou tohoto ukazatele je, že výše ekonomického zisku se značně liší od zisku, který se vykazuje v účetnictví. V účetním zisku jsou zachyceny náklady na cizí kapitál, ale ne náklady na vlastní kapitál. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 152)

Index IN95 - na základě matematicko - statistických modelů ratingu a praktických zkušeností při analýze finančního zdraví podniků byl pro podmínky ČR Inkou Neuamierovou a Ivanem Neumaierem sestaven index důvěryhodnosti IN95. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 133)

Z-skóre (Altmanův model)

Altmanův model bankrotu (index důvěryhodnosti, Z-skóre), patří mezi nejznámější a nejpoužívanější modely. Vychází z tzv. diskriminační analýzy a vypovídá o finanční situaci podniku. (Pavelková, Knápková, 2010, s. 132)

2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Za generátor hodnoty je považována taková podniková veličina, která určuje hodnotu podniku, např.:

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

- doba předpokládaného vykazování pozitivního peněžního toku

S generátory hodnoty se pracuje ve výnosových metodách oceňování. Principem analýzy a prognózy generátorů hodnoty je zaměřit se na veličiny, které největší měrou ovlivňují hodnotu podniku, a ty pak co nejdetailněji analyzovat z hlediska pohledu do minulosti a prognózovat jejich vývoj do budoucnosti. Ve finančním plánu je pak pouze rozpracován vývoj generátorů hodnoty. (Mařík, 2011, s. 125 - 126)

2.6 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Z důvodu posouzení výkonnosti podniku je potřeba srovnání jeho schopnosti generovat provozní zisk za využití provozně nutných aktiv. Problémem tohoto kroku je otázka, jak určit, která aktiva spadají do kategorie provozně potřebných a která nikoliv.

Důvody pro rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná:

- část majetku není využívána, nebo z něho plynou jen nepodstatné či žádné příjmy (např. nevyužité pozemky, dlouhodobé přebytky peněžních prostředků)
- aktiva, která nesouvisejí s provozem a mohou být spojena s odlišnými riziky

U provozně nenutného majetku jsou často používány jiné metody ocenění (výnosová, likvidační nebo účetní hodnota). (Mařík, 2011, str. 118 - 119)

2.6.1 Provozně nepotřebná aktiva

1. Krátkodobý finanční majetek

Platí, že základem rozvahové položky krátkodobé cenné papíry a podíly jsou cenné papíry, které nejsou považovány za dlouhodobé uložení peněz a mohou být v dohledné době prodány, aniž by tím byla dotčena operační činnost podniku. Ve stejné poloze se pak nacházejí peněžní prostředky, které by měly být udržovány jen na provozně nutné výši. Dlouhodobé přebytky je žádoucí investovat například do dlouhodobého finančního majetku a krátkodobé do krátkodobých cenných papírů. (Mařík, 2011, s. 120 – 121)

2. Dlouhodobý finanční majetek

Součástí dlouhodobého finančního majetku jsou především cenné papíry a vklady, které má investor v okamžiku jejich pořízení nebo vzniku záměr držet v aktivech déle než 1 rok. Za provozně nutný majetek považujeme účasti, které jsou spojené s hlavní činností,

v opačném případě – investice, které mají pouze portfoliový charakter, řadíme mezi provozně nenutný majetek. (Mařík, 2011, s. 121 - 122)

3. Jiná provozně nepotřebná aktiva
   - nevyužité či pronajaté pozemky a budovy
   - nadbytečné zásoby
   - pohledávky, které nesouvisejí s hlavní činností (Mařík, 2011, s. 122)

2.6.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Kapitál investovaný do provozně potřebných aktiv označujeme také jako provozně nutný investovaný kapitál. Vyčíslení této položky pomůže kvantifikovat potřebná a nepotřebná aktiva v podniku a současně je jeho stanovení důležité pro další propočty při oceňování podniku. Při stanovování provozně nutného investovaného kapitálu vycházíme z rozvahy, kterou upravíme o:

- nepotřebná aktiva
- závazky, u kterých nejsme schopni přesně vyčíslit jejich náklady (např. úroky).

Po odečtení uvedených závazků od oběžných aktiv získáme provozně nutný pracovní kapitál. (Mařík, 2011, s. 122 – 123)

Vydělením neprovozního majetku získáme dvě úrovně investovaného kapitálu:

1. Provozně nutný investovaný kapitál, který zahrnuje:
   a) provozně nutný upravený pracovní kapitál
   b) provozně nutná dlouhodobá aktiva
2. Celkový investovaný kapitál = provozně nutný investovaný kapitál + neprovozní aktiva. (Mařík, 2011, s. 123)

2.6.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPHV)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření představuje východisko pro prognózu výnosových metod. Pokud jsme v podniku nalezli nějaká aktiva, která nesouvisí s hlavním předmětem činnosti, měli bychom zjistit, zda jsou s nimi spojeny nějaké náklady či výnosy vykazované v rámci výsledovky. Pokud ano, je třeba tyto položky vyloučit z výsledku hospodaření, se kterým budeme dále pracovat. (Mařík, 2011, s. 123)

V oblasti vyloučení výnosů a nákladů generovaných provozně nepotřebným majetkem, na KPHV dochází obecně k následujícím úpravám:

Tab. 1. Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (Mařík, 2011, s. 123)

	Provozní hospodářský výsledek (PHV)
-	Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu
+	Náklady spojené s dlouhodobými závazky (mimo úrok)
-	Výnosy z provozně nepotřebného majetku
+	Náklady spojené s provozně nepotřebným majetkem bez odpisů
+	Odpisy z provozně nepotřebného majetku
+	Výnosy z provozně nutného dlouhodobého finančního majetku
-	Náklady spojené s provozně nutným dlouhodobým finančním majetkem
-	Provozně nutné finanční náklady
=	**Korigovaný provozní HV před zdaněním (KPHV)**

2.7 Sestavení finančního plánu

Sestavení finančního plánu podniku je nezbytné v případě použití výnosových metod oceňování. Finanční plán jako součást celkového podnikového plánu vychází z dlouhodobé koncepce podniku a ze vzájemně provázaných dílčích plánů. (Grünwald, Holečková, 2008, s. 93)

V souvislosti se strategickým plánováním financí podniku vznikají dvě základní otázky vyplývající z dlouhodobých rozhodovacích situací:

- jaká má být velikost a struktura dlouhodobého majetku, potřebného k dosažení strategického cíle (tržby)
- jaká má být struktura dlouhodobého kapitálu vzhledem k optimalizaci kapitálových nákladů a minimalizaci finančních rizik (Grünwald, Holečková, 2008, s. 96)

Finanční plán prověřuje proveditelnost a obchodní úspěšnost podnikového plánu. Navazuje na podnikové cíle a strategie. (Grünwald, Holečková, 2008, s. 103)

Dlouhodobý finanční plán má tyto části:

1. Analýza výchozího stavu podnikových financí
2. Plán peněžních toků za plánované období
3. Plánová rozvaha za jednotlivé plánované roky
4. Plán tržeb
5. Plán investic
6. Rozpočet volných peněžních toků

7. Rozpočet dlouhodobého externího financování (Grünwald, Holečková, 2008, s. 115)

2.8 Aplikace zvolených metod ocenění

Na analýzy navazuje část aplikace modelů, jejichž výběr se řídí cílem práce. Je užitečné, aby bylo aplikováno několik modelů s cílem ověření správnosti výsledků práce.

2.9 Syntéza výsledků ocenění a výrok o hodnotě podniku k datu ocenění

Na závěr je provedena syntéza výsledků a formulace závěru, což konkrétně znamená, že k určitému datu je stanovena hodnota podniku. Uvedení data má klíčový význam, a to především proto, že zpracovatel ocenění do svého závěrečného výroku zpracovává veškerá data, která má v daný okamžik k dispozici. (Kislingerová, 2010, s. 26)

3 FAKTOR ČASU A FAKTOR RIZIKA PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Faktor času a rizika při oceňování podniku jsou důležitými aspekty, které se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry.

3.1 Faktor času

Hodnotu aktiva vymezujeme jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku nebo majetkové položky, však nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Kromě jejich výše je důležité i to, ve kterém okamžiku držitel aktiva získá. Hovoříme o tzv. časové hodnotě peněz. Příjem získaný dříve má větší význam, než příjem získaný později, protože jeho příjemce může získané prostředky dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu. V důsledku této skutečnosti nelze při zjišťování hodnoty aktiva očekávanou řadu budoucích příjmů přímo sečíst. Všechny budoucí příjmy je nutné přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu.

Peněžní částky mohou mít trojí základní podobu:

- jednorázová částka
- anuita, tj. řada konstantních pravidelných plateb
- perpetuita, tj. částka vyplácená pravidelně ve stejné výši, ve stejných časových intervalech po nekonečně dlouhou dobu (Mařík, 2011, s. 39 - 40)

3.2 Faktor rizika

Při oceňování podniku hraje jednu z podstatných rolí riziko, které je nedílnou součástí podnikání. Analýza rizika – jeho určení a měření – má klíčový vliv na výsledné správné ocenění podniku. (Kislingerová, 2010, s. 104) Hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté, a naopak hodnota bude tím nižší, čím vyšším rizikem jsou tyto příjmy zatíženy. (Mařík, 2011, s. 40) Za hlavní zdroje rizik můžeme považovat:

- změny mezinárodního ekonomického a politického prostředí
- nevyužitá výrobní kapacita
- změna cen produkce
- změna cen vstupů
- kvalita managementu
- stupeň diverzifikace

- intenzita konkurence na trhu
- podcenění kapitálových výdajů a následné zvýšení fixních výdajů plynoucích z financování (úroky, splátky úvěrů…) (Krabec, 2009, s. 45)

Existují v zásadě dva typy rizik, které ovlivňují výnosovou míru investiční možnosti:

3.2.1 Jedinečné, specifické riziko

Vyplývá přímo z činnosti a hospodaření jednotlivých ekonomických subjektů. Je to riziko např. obchodní, prodejní, finanční, nelikvidity, managementu či konverze. Tato rizika jsou diverzifikovatelná. (Kislingerová, 2010, s. 117)

Obchodní riziko vyplývá z proměnlivosti čistých výnosů způsobených především proměnlivostí prodeje (obchodní riziko) a úrovní fixních nákladů (provozní riziko). (Kislingerová, 2010, s. 113)

Provozním rizikem se rozumí rozsah, v jakém je v podniku využíván hmotný investiční majetek, s ním spojené fixní náklady - jedná se o proporci fixních a variabilních nákladů. (Kislingerová, 2010, s. 117)

$$\textit{Ukazatel míry provozního rizika = stupeň prov. páky} = \frac{\%\ změny\ zisku}{\%\ změny\ tržeb} \qquad (1)$$

Finanční riziko odráží mírů zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Podniky platí věřiteli za poskytnutí zdrojů úrok. Úrok zpravidla představuje pro podnik fixní platbu. Každé zvýšení podílu cizích zdrojů v celkových zdrojích podniku vede ke zvýšení finančního rizika akcionářů. (Kislingerová, 2010, s. 123)

$$\textit{Ukazatel míry finančního rizika = stupeň fin. páky} = \frac{\%\ změna\ VH\ z\ běžné\ činnosti}{\%\ změna\ prov.VH\ (nebo\ EBIT)} \qquad (2)$$

3.2.2 Riziko systematické

Tato rizika se vyskytují především ve vazbě k investicím na kapitálovém trhu. Předpokládá se, že investoři obvykle investují do souboru cenných papírů a vytvářejí z těchto cenných papírů portfolia. Lze dokázat, že riziko investice do portfolia cenných papírů je nižší, než kdybychom investovali pouze do jednotlivého cenného papíru. (Kislingerová, 2010, s. 105)

I dobře diverzifikované portfolio je v praxi spojeno s určitým rizikem, které již nelze vyloučit, protože je vyvoláno faktory ovlivňujícími celý kapitálový trh. Tato rizika jsou mimo kontrolu jednotlivých subjektů investičních možností, vyplývají z celkového vývoje eko-

nomiky. Patří sem riziko změny úrokových sazeb, inflační riziko, tržní riziko, ekonomické, politické. Tato rizika nejsou diverzifikovatelná a jsou označovaná jako **systematická** nebo **tržní**. (Kislingerová, 2010, s. 106)

3.3 Diskontní míra

Diskontní míra tvoří významný prvek modelů DCF, který vedle vymezení budoucího výnosu významnou měrou ovlivňuje výslednou výši ocenění podniku. Úlohou diskontní míry je především převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit míru rizika spojenou s investicí do nákupu akcií podniku. V diskontní míře se tedy odráží nejen faktor času, ale i riziko, které je spojeno s konkrétní investicí – čím vyšší je míra rizika, tím vyšší je výnos, který vyžaduje investor. Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na tom, jakou variantu metody DCF použijeme. (Kislingerová, 2010, s. 179)

Tab. 2. Diskontní míra pro metodu DCF (Kislingerová, 2010, s. 174)

Forma budoucího výnosu	Diskontní míra
DCF Entity	WACC
DCF Equity	diskontní míra na úrovni VK (CAPM, ATP, apod.)
EVA	WACC
Dividenda	diskontní míra na úrovni VK (CAPM, ATP, apod.)

3.4 Diskontní míra pro metody DCF

WACC (angl. weighted average capital costs) představují průměrnou cenu, kterou podnik platí za vytvořený finanční mix na straně pasiv. Jedná se o dlouhodobý finanční mix, neboť podnik zpravidla nemění z roku na rok kapitálovou strukturu. (Kislingerová, 2010, s. 174 - 177)

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu (Kislingerová, 2010, s. 174):

$$WACC = n_{CK}(1-d)\frac{CK}{K} + n_{VK}\frac{VK}{K} \tag{3}$$

kde:

n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt (náklady CK jsou snižovány o daňový štít tehdy, pokud podnik vykazuje zisk)

CK = hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)

n_{VK} = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku

VK = hodnota vlastního kapitálu

K = celková hodnota investovaného kapitálu

Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu je následující:

3.4.1 Stanovení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém kapitálu

V prvním kroku musíme určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Rozumí se bez kapitálu, z něhož neplatíme žádné přímé úroky. Chceme-li určit strukturu kapitálových zdrojů, musíme dle Mařík (2011) zohlednit následující okolnosti:

- kapitálová struktura se bude v průběhu dalšího vývoje měnit. Které váhy jsou pro výpočet rozhodující?
- kapitálová struktura by měla být zjišťována na základě tržních a nikoliv účetních hodnot. Lze však použít i účetní hodnotu, neboť je relativně stabilní. (Mařík, 2011, s. 207)

3.4.2 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se určí nejlépe jako vážený aritmetický průměr. Východiskem je stávající struktura cizích zdrojů:

- dluhopisy (obligace)
- dlouhodobé bankovní úvěry
- běžné bankovní úvěry
- finanční výpomoci

Tyto položky je však nezbytné dále rozšířit o tzv. mimobilanční položky:

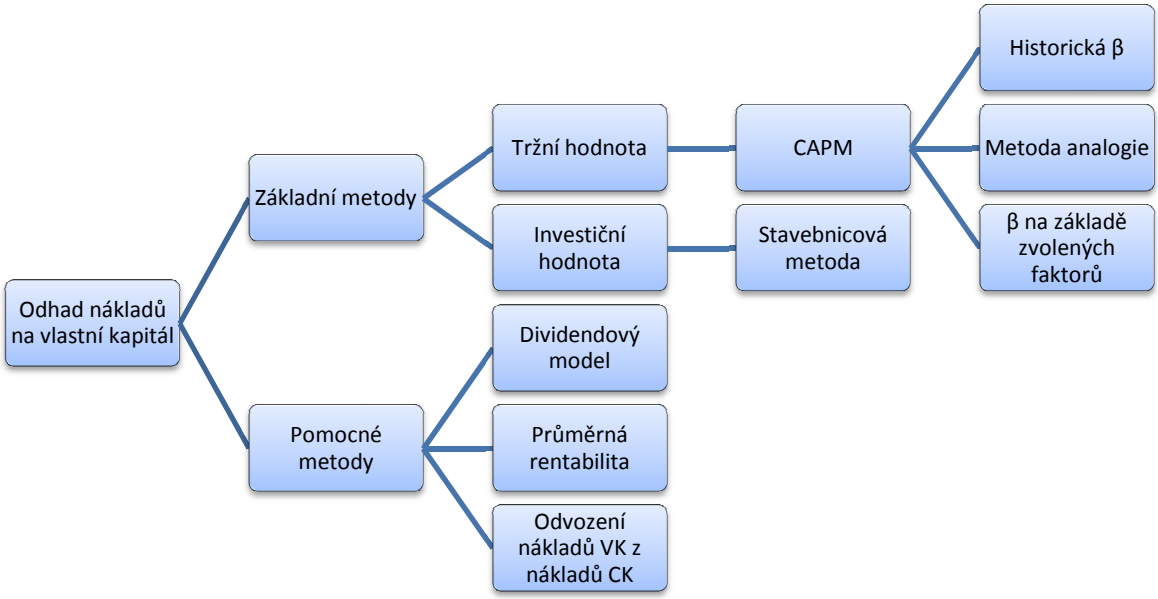
- komplexní pronájem

- finanční leasing
- ostatní úročené závazky (Kislingerová, 2010, s. 177)

Do cizího kapitálu se nezahrnují neúročená pasiva – např. závazky vůči dodavatelům.

3.4.3 Odhad požadované míry výnosu vlastního kapitálu

Odhad nákladů vlastního kapitálu vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu lze využít např. tyto postupy:



Obr. 2. Metody kalkulace nákladů na vlastní kapitál (Mařík, 2011, s. 216)

3.4.3.1 Model oceňování kapitálových aktiv - model CAPM

CAPM (angl. capital asset pricing model) představuje základní model pro odhad nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích. Mezi důležité prvky modelu patří tzv. přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. (Mařík, 2011, s. 216) Vzorec pro výpočet (Mařík, 2011, s. 234):

$$N_{vk} = r_f + \beta * RPT + RPZ + R \tag{4}$$

kde:

N_{vk} = odhad nákladů na vlastní kapitál

r_f = aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů

β = koeficient beta

RPT = riziková prémie kapitálového trhu (rozdíl mezi výnosností tržního portfolia, které je zatíženo rizikem a bezrizikovou výnosovou mírou

RPZ = riziková prémie země – definována jako součin rizika selhání země a podílu volatility trhu akcií a vládních dluhopisů zvýšené, resp. snížené o rozdíl v dlouhodobě prognózované inflaci mezi danými zeměmi

R = další rizikové přirážky (např. za malou společnost)

3.4.3.2 Model INFA

Na webových stránkách MPO ČR lze nalézt pyramidovou ukazatelovou soustavu INFA Inky a Ivana Neumaierových. Její část: pyramidový rozklad ročního ukazatele EVA je spojením finančního controllingu a controllingu rizik. Pro controlling rizik je použit upravený ratingový model. Ratingové agentury hodnotí sice především věřitelské riziko, ale mnohé z jejich přístupů lze aplikovat i na hodnocení rizika majitele. Výše rizika je reprezentována alternativním nákladem vlastního kapitálu $r_{e.}$ Ratingový model má tento tvar: (Neumaier, Naeumaierová, 2002, s. 148):

$$r_e = \frac{WACC * \frac{UZ}{A} - (1-d) * \frac{U}{BU+O} * \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}} \quad (5)$$

kde:

r_e = alternativní náklad na vlastní kapitál

WACC = vážený náklad na kapitál

UZ = úplatné zdroje (VK + BU + O), tj. kapitál, za který je nutné platit

A = aktiva celkem

VK = vlastní kapitál

BU = bankovní úvěry

O = dluhopisy

$\frac{U}{BU+O}$ = úroková míra

d = daňová sazba

Vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál (Kislingeorvá, 2010, s. 201)

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{fin.struktury} + r_{podnikatelské} + r_{FinStab} \quad (6)$$

kde:

r_f = bezriziková sazba

r_{LA} = funkce (ukazatelů charakterizujících velikost podniku)

$r_{fin.struktury}$ = ukazatel úrokového krytí

$r_{podnikatelské}$ = funkce (ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly)

$r_{FinStab}$ = funkce (ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy)

Ukazatel charakterizující velikost podniku (úplatné zdroje):

- je-li UZ > 3 mld. Kč $\Rightarrow$ r_{LA} = 0.00% (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál)
- je-li UZ < 100 mil. Kč $\Rightarrow$ r_{LA} = 5.00%
- je-li UZ >100 mil. Kč, ale < 3 mld. Kč, použije se propočet takto:
  $r_{LA} = (3 \text{ mld.} - UZ)^2 / 168{,}2$ (Kislingerová, 2010, s. 201)

Ukazatel úrokového krytí (EBIT/nákladové úroky):

Je-li větší nebo rovno 3, pak 0%, je-li menší nebo rovno 1, pak 10%. (Kislingerová, 2010, s. 201)

Ukazatel charakterizující tvorbu produkční síly (EBIT/A):

EBIT/aktiva je riziko závislé na tomto ukazateli a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním jměním (pro práci s cizím kapitálem). Podmínka zní (Kislingerová, 2010, s. 201):

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK+BU+O))}{A} * \frac{U}{BU+O} \quad (7)$$

položíme: $$X_1 \geq \frac{(VK+BU+O)}{A} * \frac{U}{BU+O} \quad (8)$$

pokud: $$\frac{EBIT}{A} \geq X_1 \Rightarrow r_{podnikatelské} = 0.00\% \quad (9)$$

pokud: $$\frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow r_{podnikatelské} = 10.00\% \quad (10)$$

funkčně vyjádřeno: $r_{podnikatelské} = (X_1 - EBIT/Aktiva)^2 / (10 * X_1^2)$ (11)

Hodnota $r_{podnikatelské}$ nemůže klesnout pod min. hodnotu danou variabilitou ukazatele EBIT/A. Min. hodnota je spočtena pro každé odvětví zvlášť. (Kislingerová, 2010, s. 201)

Ukazatel charakterizující vztahy mezi aktivy a pasivy (likvidita L3):

- je-li běžná likvidita > $X_L \Rightarrow r_{FinStab} = 0.00\%$
- je-li běžná likvidita < $1 \Rightarrow r_{FinStab} = 10.00\%$
- je-li běžná likvidita firmy > 1, ale < X_L, propočte se $r_{FinStab}$ takto :

  $r_{FinStab} = (X_L - \text{celková likvidita L3})^2 / 10*(X_L-1)^2$

Pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25, pak horní hranice X_L = 1,25, pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak X_L = průměr průmyslu. Z tohoto důvodu je možný zdánlivý „nelogický“ vliv změny likvidity na změnu EVA. U podniků s velkou finanční silou je provedena individuální úprava. (Kislingerová, 2010, s. 201)

3.4.3.3 Stavebnicová metoda

Ve Spojených státech je označována jako build-up model.

Tab. 3. Určení nákladů na vlastní kapitál – stavebnicová metoda (Mařík, 2011, s. 236)

Výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů (tj. desetiletých státních dluhopisů)
+ Přirážka za riziko
= Kalkulovaná úroková míra

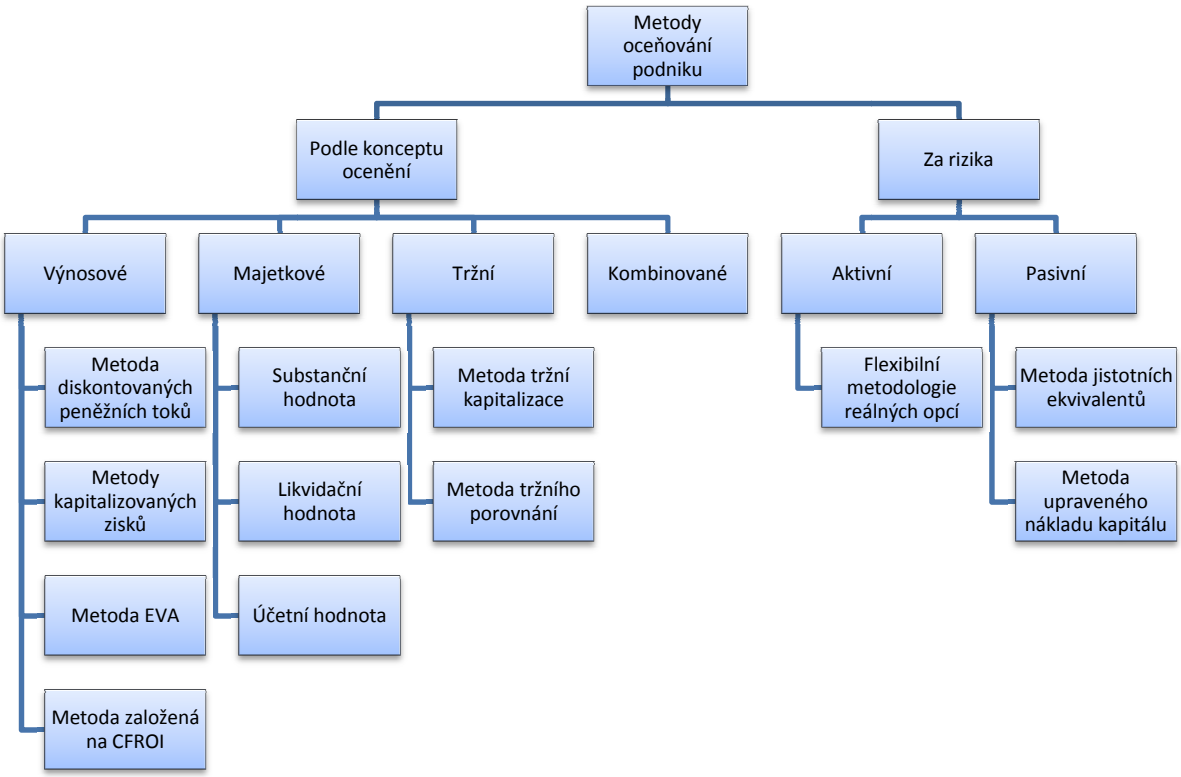
V případě tohoto modelu není celková riziková přirážka odvozena z kapitálového trhu, ale je zjištěna jako součet několika dílčích rizikových přirážek. Je možné postupovat v následující posloupnosti kroků:

- vymezení faktorů rizika v členění na faktory obchodního rizika a faktory finančního rizika
- ohodnocení stupně rizika
- převod zjištěných stupňů rizika na velikost rizikové přirážky

Stavebnicová metoda směřuje k postižení úplného rizika (specifického i systematického). Výběr, hodnocení a kvantifikace rizika jsou založeny na subjektivním hodnocení oceňovatele. (Mařík, 2011, s. 236)

4 METODY OCENĚNÍ PODNIKU

Výsledná hodnota ocenění podniku většinou vychází z použití více oceňovacích metod. Tradiční metody oceňování podniku lze v zásadě rozdělit do tří okruhů: první a velmi rozsáhlou skupinou metod podle metodického konceptu ocenění jsou metody opírající se o analýzu výnosů podniku. Tento okruh lze doplnit o metody kombinované, které kombinují výsledky získané aplikací výnosových a majetkových metod. Druhou skupinu tvoří metody založené na ocenění jednotlivých majetkových položek, ze kterých se podnik skládá. Třetí skupina metod je založena především na analýze aktuálních cen na trhu. (Dluhošová, 2010, s. 173)



Obr. 3. Přehled metod oceňování podniku (Dluhošová, 2010, s. 173)

4.1 Výnosové metody oceňování podniku

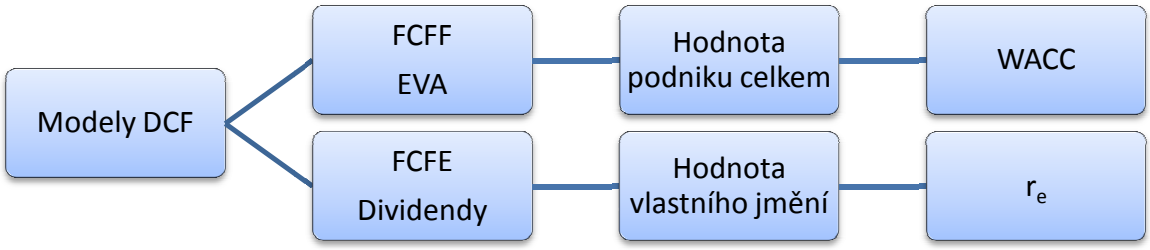
„Výnosové metody vycházejí z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitkem očekávané výnosy.“ (Mařík, 2011, s. 163)

4.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

V současné praxi patří modely diskontu cash flow k modelům, které mají největší užití. Podstatou je, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Modely DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky. Rozlišujeme následující možnosti, podle toho, pro koho je peněžní tok určen:

- metoda FCFF (free cash flow to the firm – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele, tj. peněžní tok do podniku jako celku)
- metoda FCFE (free cash flow to the equity – volný peněžní tok pro vlastníky)
- EVA (economic value added - peněžní tok, který představuje oportunitní náklad akcionáře, a tím zabezpečuje růst jeho bohatství) (Kislingerová, 2001, s. 160)

Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“. Jednotlivé metody se však liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme.



Obr. 4. Modely DCF z pohledu budoucích výnosů a vypovídací schopnosti výsledné hodnoty (Kislingerová, 2001, s. 160)

4.1.1.1 Metoda DCF Entity (FCFF)

Metoda FCFF je ocenění vycházející z propočtu hodnoty podniku jako celku. Při použití této metody probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto). Od ní pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto). K hlavním předpokladům použití této metody patří to, že oceňovatel má k dispozici výsledky strategické analýzy, finanční analýzy a zdůvodněný kompletní finanční plán. (Mařík 2011, s. 165)

Tab. 4. Výpočet peněžního toku pro metodu DCF Entity (Mařík, 2011, s.170)

1.	+ Korigovaný provozní HV před daněmi ($KPVH_D$)
2.	- Upravená daň z příjmu (= $KPVH_D$ x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPV)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním HV (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 (FCF)**

K výpočtu peněžních toků lze využít následujících metod:

1. **Model stabilního růstu**

   Tento model využíváme při ocenění firem, u kterých je předpoklad stabilního tempa růstu (Mařík, 2011, s. 178).

$$H_b = \sum_{t=1}^{n} FCF_t(1 + i_k)^{-t} \tag{12}$$

kde:

FCF_t = volné cash flow v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku

2. **Dvoufázová metoda**

   Vychází z představy, že budoucí období podniku lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, po které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. (Mařík, 2011, s. 178)

$$H_B = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+ i_k)^T} \tag{13}$$

kde:

$FCFF_t$ = volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v první fázi

i_k = vážené náklady na kapitál (diskontní míra)

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

Možnosti výpočtu pokračující hodnoty (Mařík, 2011, s. 183 – 186):

a) Gordonův vzorec:

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}, \ \ kdy\ FCFF_{T+1} = \ FCFF_T\ (1 + g) \tag{14}$$

kde:

T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu

g = předpokládané tempo růstu FCF během celé druhé fáze (tj. do nekonečna)

FCF = volný peněžní tok

b) Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

$$Pokračující\ hodnota = \frac{KPVH_{T+1}\left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} \tag{15}$$

kde:

$KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

3. Třífázová metoda

Tento model je vhodný zejména pro firmy, které v současnosti rychle rostou, budoucí vývoj podniku je rozdělen na tři části. (Mařík, 2011, s. 200)

$$H_n = \ \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \ \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} * (i_k - g)} \tag{16}$$

kde:

FCF = volný peněžní tok

i_k = diskontní (kalkulovaná) úroková míra

g = stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi

$T1$ = počet let rychlého růstu

$T2$ = součet počtu let rychlého a zpomalujícího růstu

H = hodnota podniku (netto nebo brutto v závislosti na var. DCF)

4.1.1.2 Metoda DCF Equity (FCFE)

Metoda je variantou k metodě DCF Entity. Liší se od ní především způsobem výpočtu volných peněžních toků, použitou diskontní mírou a výsledkem, který získáme diskontováním volných peněžních toků. Tato metoda bezprostředně vyčísluje hodnotu vlastního kapitálu, a to na základě volných peněžních toků pro vlastníky. (Mařík, 2011, s. 205)

Tab. 5. Výpočet peněžního toku pro metodu DCF Equity (Mařík, 2011, s. 205)

1.	Korigovaný provozní HV po upravených daních
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 (FCFF)**
7.	- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
8.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	**= Volný peněžní tok (FCFE)**

1. **Jednofázový model**

$$H_n = \frac{FCFE_1}{i_k - g_n} \tag{17}$$

kde:

FCFE1 = očekávaný FCFE pro příští rok

i_k = požadovaná míra návratnosti (náklady vlastního kapitálu)

g_n = míra růstu FCFE do nekonečna

2. **Dvoufázový model**

$$H_n = \sum_{t=1}^{T} FCFE(1 + i_k)^{-1} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g_n} * (1 + i_k)^{-T} \tag{18}$$

kde:

i_k = požadovaná míra návratnosti (náklady vlastního kapitálu)

g_n = míra růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let

4.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ukazatel EVA měří, jak podnik za dané období přispěl ke zvýšení nebo snížení hodnoty pro své vlastníky. EVA je využívána jako nástroj finanční analýzy, při řízení podniku a jako nástroj ocenění. V praxi je využíván model EVA Entity, existují i varianty Equity a APV. (Mařík, 2011, s. 295)

Tab. 6. Postup výpočtu EVA Entity (Mařík, 2011, s. 295)

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

4.1.2.1 Propočet čistých provozních aktiv - NOA

Východiskem pro výpočet NOA je rozvaha a její úpravy:

- z celkových aktiv je třeba vyčlenit neoperativní aktiva
- aktiva je vhodné snížit o neúročený cizí kapitál
- vyloučí se mimobilanční položky
- účetní aktiva je třeba převést na „skutečná“ aktiva (Pavelková, Knápková, 2005, s. 256)

4.1.2.2 Určení velikosti čistého operativního zisku - NOPAT

Nejdůležitější zásadou pro určení NOPAT je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pro určení NOPAT je třeba provést následující úpravy výsledku hospodaření za běžnou činnost (Pavelková, Knápková, 2005, s. 260):

Tab. 7. Shrnutí dopadů úprav do NOPAT (Pavelková, Knápková, 2005, s. 260)

1.	VH za běžnou činnost
2.	+ Nákladové úroky
3.	- Výnosy z neoperačního majetku
4.	+ Odpisy goodwillu, má-li trvalý charakter

5.	+ Původní náklady s investičním charakterem
6.	+ Leasingové platby
7.	- Neobvyklé zisky
8.	Eliminace tvorby a rozpouštění nákladových rezerv
9.	Úprava daní na úrovni NOPAT

Vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí EVA (Mařík, 2011, s. 297):

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^{T} \left(\frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{(1+WACC)^T * WACC} - D_0 + A_0 \quad (19)$$

kde:

H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

EVA_t = EVA v roce *t*

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění

NOA_{t-1} = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku *t*

$NOPAT_t$ = operační výsledek hospodaření po dani v roce *t*

T = počet let explicitně plánovaných EVA

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

4.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

V německé praxi je dávána přednost metodě kapitalizovaných výnosů, která se opírá o minulé výsledky (období např. 3 – 5 let). Časová řada minulých zisků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň a stává se základem pro výpočet tzv. trvalého zisku. Trvalý zisk je třeba chápat jako velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům. Tyto prostředky mohou být oceněny, aniž by byla dotčena podstata podniku. (Pavelková, Knápková, 2005, s. 214)

$$H_n = \sum_{t=1}^{T} \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{(1+i_k)^T * i_k} \quad (20)$$

H_n = hodnota podniku netto, tj. hodnota VK

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

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

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

i_k = kalkulovaná úroková míra

4.1.4 Kombinované výnosové metody

Jsou to metody, které kombinují ocenění majetkové a výnosové.

4.1.4.1 Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Je to metoda, kterou vytvořila praxe a je značně oblíbená u praktiků. Nemá však teoretické zdůvodnění, proto je potřeba s ní zacházet opatrně. (Mařík, 2011, s. 278)

$$H_n = \frac{x_1 * V + x_2 * S}{x_1 + x_2} \tag{21}$$

H_n = hodnota podniku

V = výnosová hodnota

S = substanční hodnota založená na reprodukčních cenách

x_1 *a* x_2 = váhy pro obě veličiny

4.1.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Hodnota firmy je v tomto případě chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou. (Mařík, 2011, s. 279)

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k * S_n}{i_{k2}} \tag{22}$$

H_n = hodnota podniku

$\check{C}V$ = čistý výnos

S_n = substanční hodnota netto

i_k = kalkulovaná úroková míra (náklady VK)

i_{k2} = kalkulovaná úroková míra pro mimořádný výnos (vyšší než i_k)

$i_k * S_n$ = obvyklý čistý výnos

$\check{C}V - i_k * S_n$ = mimořádný výnos za rok

4.2 Majetkové metody oceňování podniku

Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, která se označuje jako substance. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odečtena suma individuálně oceněných závazků. Jednotlivé složky majetku jsou pak oceňovány podle toho, zda se předpokládá další pokračování podniku:

- pokud je předpoklad going concern, oceňujeme na principu reprodukčních cen
- pokud se nepředpokládá dlouhodobější existence podniku, oceňujeme likvidační hodnotou (Mařík, 2011, s. 321)

4.2.1 Majetková ocenění za předpokladu pokračování podniku

4.2.1.1 Účetní hodnota na principu historických cen

Vycházíme z toho, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Oceňuje se podle zásad platných v účetnictví. Na jejich základě je sestavena rozvaha, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění. Jako hodnota netto zde slouží vlastní kapitál chápaný jako účetní vlastní kapitál. (Mařík, 2011, s. 324)

4.2.1.2 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Cílem tohoto ocenění je nalézt odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku, který je předmětem ocenění. Rozlišuje se substanční hodnota brutto a netto. Hodnotu brutto získáme, pokud aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku snížíme o případné opotřebení. Pokud od této hodnoty odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto, tedy ocenění vlastního kapitálu. (Mařík, 2011, s. 324 – 327)

4.2.1.3 Substanční hodnota na principu úspory nákladů

„Substanční hodnota uspořených nákladů je kvantitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty.“ (Mařík, 2011, s. 327 - 328)

Na rozdíl od substanční hodnoty založené na reprodukčních nákladech nedochází u metody úspory nákladů k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku, ale pracuje se pouze s peněžními toky spojenými s jednotlivými majetkovými položkami. (Mařík, 2011, s. 327 - 328)

4.2.2 Ocenění likvidační hodnotou

Likvidační hodnota je zjišťována, pokud majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Výpočet likvidační hodnoty je sice v principu jednoduchý, z hlediska praktického však velice obtížný, neboť je třeba odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vstřebat a za jaké ceny.

Likvidační hodnotu použijeme především v těchto případech:

- ocenění podniků s omezenou životností
- ocenění podniků ztrátových
- odhad dolní hranice ocenění podniku
- rozhodování mezi likvidací a sanací podniku
- ocenění neprovozního majetku (Mařík, 2011, s. 321 – 323)

4.3 Metody založené na analýze trhu

Jedná se o metody, které jsou běžnému občanovi nejbližší. Zajímá ho tržní hodnota, tedy hodnota, za kterou se dá majetek na trhu směnit. Pro běžně obchodované statky je to nejjednodušší způsob ocenění. Z hlediska podniku je však situace složitá, protože existuje omezený trh s podniky a informace týkající se prodejů podniků a o jejich skutečných cenách nejsou obvykle běžně dostupné. (Mařík, 2011, s. 303) Metody založené na analýze trhu dělíme na:

4.3.1 Přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu

Používá se při oceňování akciových společností, jejichž akcie jsou běžně obchodovány, což znamená, že je k dispozici tržní cena akcií. Zdánlivě stačí vynásobit aktuální cenu počtem akcií – získáme tzv. tržní kapitalizaci, která bývá ztotožňována s tržní hodnotou podniku. Ve skutečnosti se však obě veličiny zpravidla liší. První zdroj odlišností je cena akcie a její volatilita. Další příčinou odlišností je vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou akcie. (Mařík, 2011, s. 303 - 304)

4.3.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Ocenění odvozené z aktuálních cen akcií oceňovaného podniku v ČR i v Evropě připadá v úvahu jen pro omezený počet akciových společností. Pokud potřebujeme ocenit jinou než akciovou společnost nebo akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány, lze použít metodu tržního porovnání. To znamená, že tržní hodnotu aktiva odvozujeme z in-

formací o konkrétních cenách a tržních hodnotách obdobných aktiv. V případě podniků však není obvykle možné nalézt plně srovnatelný podnik, jehož cena by byla k dispozici. Nejlepší podmínky pro použití této metody jsou v USA. Metoda tržního porovnání je zde uplatňovaná v těchto variantách:

1. Metoda srovnatelných podniků
2. Metoda srovnatelných transakcí
3. Metoda odvětvových multiplikátorů (Mařík, 2011, s. 305 - 309)

4.4 Dílčí závěr k teoretické části

Na základě studia odborné literatury jsem v teoretické části shrnula základní informace týkající se tématu oceňování podniku. V teoretické části je nastíněn postup, který by měl oceňovatel zachovat, aby jím určená hodnota podniku mohla být považována za věrohodnou. Tento postup použiji v praktické části projektu.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 PŘEDSTAVENÍ PODNIKU XY

5.1 Základní údaje

Právní forma: akciová společnost

Základní kapitál: 248 409 200,- Kč

Počet zaměstnanců k 1. 1. 2012: 559

Z toho řídících: 18

Hlavní předmět činnosti: výroba a prodej technických tkanin

CZ – NACE: 139-600

Zákazníci: výrobci pneumatik, dopravníkových pásů a podniky ve stavebnictví.

5.2 Historie

Podnik XY vznikl dne 7. 1. 2010 nepeněžitým vkladem vybraných aktiv a závazků podniku AB. Historie podniku AB sahá do r. 1948 a navazuje na tradici Baťových závodů v Otrokovicích. V té době byla převedena výroba technických tkanin z gumárenských závodů v Otrokovicích do nově budovaného podniku XY.

I přes svoji dlouholetou tradici se podnik nástupem hospodářské recese dostává v roce 2009 do složité finanční situace. Problémy byly zapříčiněny hospodářskou krizí, a s tím souvisejícím poklesem poptávky, a dále z důvodu historicky vysokého úvěrového zatížení (rozvojová investice do provozu na výrobu vlastního PES vlákna), které firma přestala finančně zvládat. Management i akcionáři firmy se usilovně snažili situaci řešit, včetně jednání s bankami o úvěrové pomoci a restrukturalizaci stávajících úvěrů a jednání s potenciálními investory o kapitálovém vstupu. Přes tuto snahu se nepodařilo finanční situaci dostatečně stabilizovat. Dne 30. 4. 2009 představenstvo firmy žádá o soudní ochranu proti věřitelům z důvodu insolvence. Padlo rozhodnutí situaci společnosti řešit v rámci Insolvenčního zákona (hlava II z. č. 182/2006 Sb.) Byl ustanoven výbor věřitelů a podniku byla na základě zpracovaného reorganizačního plánu insolvenčním soudem povolena reorganizace. Reorganizace spočívala v tom, že se vyčlenilo zdravé jádro (core-business), které bylo nepeněžitým vkladem vloženo do nově vzniklé dceřiné společnosti XY – akcie této nové společnosti byly prodány novým akcionářům. V rámci reorganizace se podařilo za-

chovat výrobu a udržet zaměstnanost na úrovni odpovídající objemu výroby. Core-business byl tvořen aktivy, která zajišťovala hlavní činnost firmy, ostatní aktiva, která se přímo nepodílela na generování tržeb, byla prodána a z výnosů byli poměrně uspokojeni věřitelé. Znalecký posudek (ocenění vkladu) byl prováděn renomovanou firmou na základě výnosových metod oceňování (konkrétně DCF Entity) s odůvodněním, že nepeněžitý vklad je tvořen provozní částí podniku, tato část generuje tržby a je zisková. Nová společnost, kterou převzal investor, nebyla již zatížena dluhy z minulosti a disponovala potřebným provozním kapitálem, což umožnilo standardní fungování a další rozvoj.

V průběhu roku 2010 se podařilo firmu stabilizovat tak, že dokázala nést náklady spojené s provozem, avšak nevykazovala zisk. Rok 2011 pak lze považovat za bod zlomu, kdy podnik dosáhnul výsledků, které podstatně překročily plán – firma realizovala kladný hospodářský výsledek ve výši 82 mil. Kč. Během roku 2011 si řada dodavatelů i odběratelů uvědomila, že podnik již není zmítán insolvencí ani problémy s cash-flow a zařadil se opět mezi důvěryhodné partnery.

5.3 Současnost

Forecast do konce roku 2012 předpokládá růst podniku. Předpoklad růstu je založen na skutečných potřebách zákazníků, kteří se konkrétně vyslovili o výši své poptávky.

Mezi nejdůležitější výzvy roku 2012 patří posouzení vhodnosti vývoje nového produktu. V případě kladného posouzení tohoto záměru by se podnik mohl v dohledné době pochlubit ojedinělým výrobním programem, který by přinesl nárůst zaměstnanosti a konkurenční výhodu.

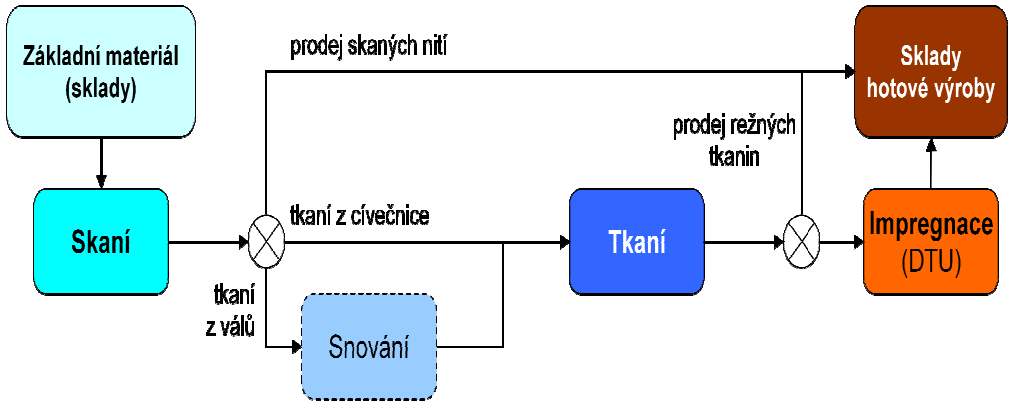
V blízké budoucnosti je také očekáváno dokončení výstavby provozu na výrobu PES vlákna, která byla z důvodu insolvence původní firmy AB zastavena. Firma, která nyní investici financuje, již není majetkově spojena s firmou XY, bude však v budoucnu patřit mezi hlavní dodavatele této strategické suroviny.

5.4 Výrobní program

Výroba v podniku je rozdělena na tři základní produktové řady (názvy technických tkanin byly pro účely diplomového projektu změněny na X, Y, Z):

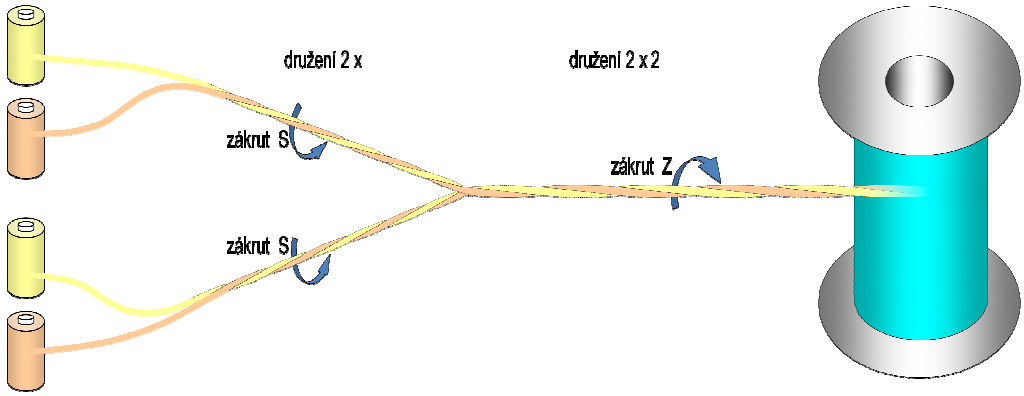
1. „Technická tkanina X – tato impregnovaná textilie je používána v gumárenském průmyslu jako jeden ze základních konstrukčních prvků při výrobě pneumatik. Tkanina se skládá z osnovy a útku. Funkci v tkanině plní osnova (je pevná na tah), útek pouze dělí osnovní vlákna, aby se neslepila a nezapletla. Jako výchozí materiál pro osnovu je využíváno syntetické vlákno (polyester, polyamid, viskóza, aramid), materiálem pro útek je syntetické vlákno opřádané bavlnou. „ (Maňáková, 2010, s. 41)
2. „Technická tkanina Y - impregnovaná tkanina v různých gramážích, šířkách, pevnostech a délkách (od desítek metrů až po několik kilometrů) je využívána pro výrobu dopravníkových pásů. Funkci v tkanině plní osnova i útek – tkanina je mimořádně pevná na tah v podélném i příčném směru. Výchozím materiálem je stejně jako v případě tkaniny X syntetické vlákno.“ (Maňáková, 2010, s. 41)
3. „Technická tkanina Z – tkaniny typu Z nacházejí uplatnění při mnoha stavebních aplikacích, např.: vyztužení a stabilizace silničního nebo železničního tělesa, zvýšení únosnosti měkkého a nehomogenního podloží, vyztužení strmých svahů, opěrné zdi a mostní opěry, zakládání se štěrkopískovými pilotami, protierozní ochrana, vyztužení asfaltových vrstev vozovky, separace, filtrace. Surovinou pro výrobu je opět syntetické vlákno.“ (Maňáková, 2010, s. 42)

5.5 Výrobní proces



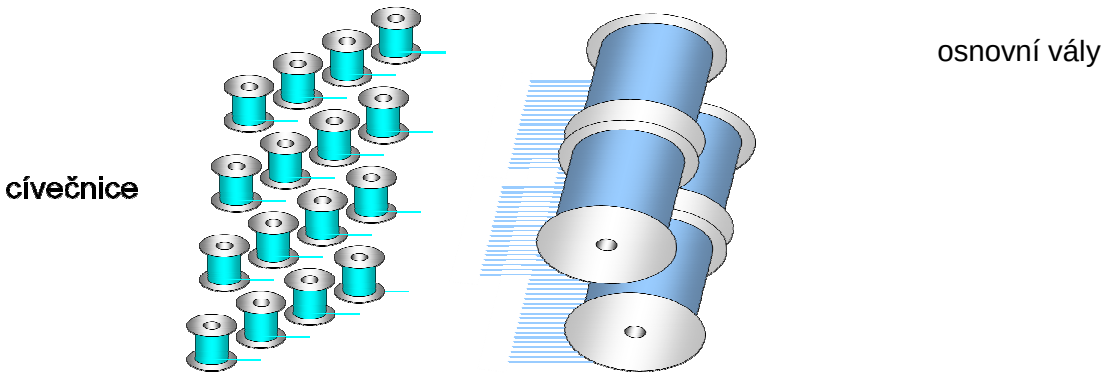
Obr. 5. Schéma výrobního procesu (Interní materiály)

1. „Skaní – spojování dvou nebo více jednoduchých nití zakrucováním k získání jejich větší stejnoměrnosti a pevnosti, skaná vlákna jsou přitom navíjena na cívky, kterými je následně plněna tzv. cívečnice - jedná se o přípravnou operaci pro tkaní. Pro charakter skané příze je důležitý směr a počet zákrutů jak u předkládaných, tak i u výsledných nití. Směr zákrutu je viditelný při pohledu na svisle drženou nit.“ (Maňáková, 2010, s. 42)
2. „Jestliže spirála zákrutu probíhá stejným směrem jako prostřední část písmene „Z“, jedná se o přízi točenou k sobě doleva vytvářející pravý závit. U pravého zákrutu se spirála podobá písmenu „S“. Se stoupajícím počtem zákrutů se (až do určité hranice) zvyšuje pevnost příze.“ (Maňáková, 2010, s. 43)



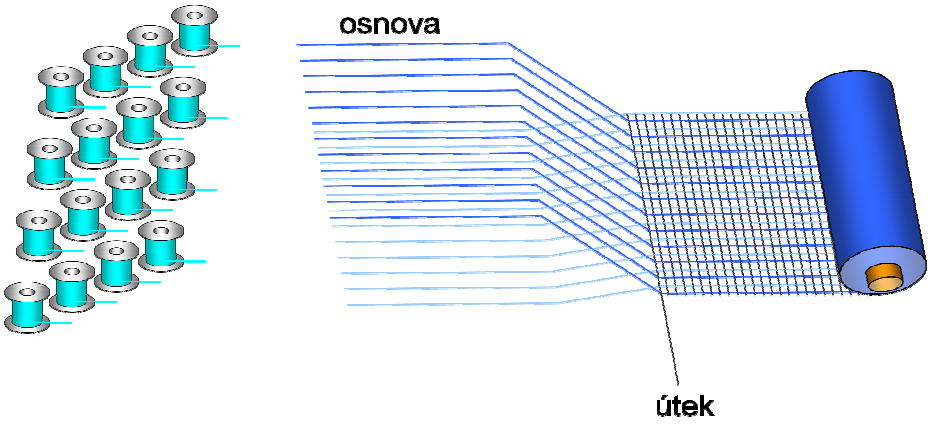
Obr. 6. Schéma technologie skaní (Interní materiály)

3. „Snování – skané nitě jsou navíjeny na tzv. osnovní vály, jedná se o přípravnou operaci před tkaním textilií typu Y a Z.“(Maňáková, 2010, s. 43)



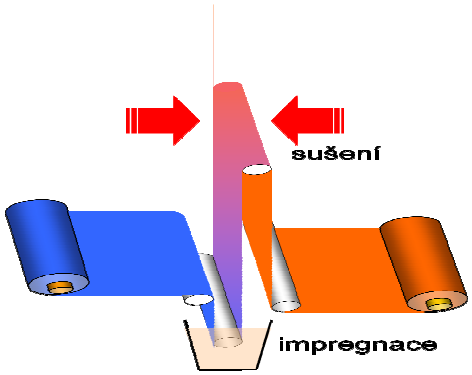
Obr. 7. Schéma technologie snování (Interní materiály)

4. „Tkaní – opakované provazování a sjednocování osnovních a útkových nití pomocí systému vazeb na tkacím stroji, přičemž vzniká plošná režná textilie. Útek je do osnovy zanášen ze strany buď vzduchem, skřipcem nebo jehlou. Osnovní nitě jsou tkány buď z cívečnice nebo z osnovních válů.“ (Maňáková, 2010, s. 44)



Obr. 8. Schéma technologie tkaní (Interní materiály)

5. „Impregnace a dodatečná tepelná úprava (DTÚ) – utkaná režná textilie je smáčena v impregnačním roztoku, následně sušena, případně dloužena a ve finále tepelně stabilizována. Impregnace je prováděna za účelem zvýšení adheze tkaniny k pryži při dalším zpracování v gumárenských podnicích. U tkanin typu Z probíhá proces tkaní a impregnace současně na jednom výrobním zařízení.“ (Maňáková, 2010, s. 44)



Obr. 9. Schéma technologie DTÚ (Interní materiály)

6 PROJEKT OCENĚNÍ PODNIKU XY VÝNOSOVÝMI METODAMI

Důvod a cíl ocenění podniku XY

Tento projekt slouží jako interní podklad pro zhodnocení celkové bonity společnosti, jako informace o vývoji firmy a hodnocení výkonnosti managementu od doby ocenění core-business ke dni 31. 10. 2009, jež bylo vyhotoveno z důvodu nepeněžitého vkladu majetku do nástupnické společnosti. Cílem projektu je stanovit tržní hodnotu podniku XY k datu 1. 1. 2012 pomocí výnosových metod oceňování. Projekt byl vypracován se souhlasem zástupce managementu firmy.

Sběr vstupních dat

Jako vstupní data pro analýzu byly použity interní materiály – zejména účetní výkazy společností z let 2005 až 2011 a podklady z konzultací s pracovníky firmy. Dalším zdrojem dat byly především webové stránky ČSÚ, webové stránky Ministerstva financí, webové stránky profesora Damodarana a webové stránky Patria Finance.

Makroekonomická a strategická analýza

Strategická analýza byla provedena na základě dostupných zdrojů především z webových stránek Ministerstva financí, webových stránek ČSÚ a dále na základě údajů získaných z konzultací s pracovníky firmy.

Finanční analýza

Analyzovány byly účetní výkazy zanikající a nové společnosti za období 2005 – 2011.

Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Jako generátory hodnoty byly zvoleny: tržby, provozní zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do stálých aktiv.

Finanční plán

Finanční plán pro období 2012 - 2016 zahrnuje rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz o peněžních tocích v požadovaném členění pro účely ocenění pomocí výnosových metod, tedy v rozdělení majetku, výnosů, nákladů i peněžních toků na část provozní a neprovozní.

Aplikace zvolených metod ocenění

Pro ocenění budou použity metody DCF Enity a EVA Entity.

Výrok o hodnotě podniku bude dán k datu ocenění 1. 1. 2012.

7 MAKREKONOMICKÁ ANALÝZA A PREDIKCE

7.1 Makroekonomická – PEST analýza

7.1.1 Politické a legislativní prostředí

Existence nové právní úpravy (od 1. 1. 2008), podle které se řídí podniky v úpadku, zcela zásadním způsobem ovlivnila způsob řešení insolvence původního podniku AB, z jehož core-business dne 7. 1. 2010 vznikl podnik XY nepeněžitým vkladem. Do 31. 12. 2007 byl jediným řešením pro tyto podniky konkurz nebo vyrovnání. Nový institut úpadkového práva (možnost reorganizace) zachovává provoz podniku, čímž se dosáhne většího uspokojení věřitelů, než by bylo dosaženo konkurzem, a zachovává pracovní místa. Dlužníkovi zůstává kontrola nad společností, dle úspěšnosti řešení úpadku pak rozhoduje věřitelský výbor, zda úpadek bude řešen konkurzem či reorganizací.

V případě našeho podniku byla zvolena reorganizace podniku, která byla úspěšná, přičemž došlo k částečnému uspokojení všech přihlášených pohledávek.

Trh, ve kterém firma působí, lze označit za mezinárodní. Co se týká území České republiky a vůbec trhu EU, kde má firma největší odbyt, lze politické prostředí označit za turbulentní, což s sebou nese negativní dopady na život firmy. Za velký problém lze považovat časté legislativní změny. Legislativní nejistota, ve které firmy v ČR žijí, je významnou překážkou hospodářského růstu.

7.1.2 Sociální a demografické prostředí

Usuzuji, že demografický vývoj v ČR nemá žádný prokazatelný vliv na poptávku po produkci oceňovaného podniku. Společnost k 31. 3. 2012 zaměstnává 571 zaměstnanců, kteří z velké části pocházejí z blízkého okolí firmy. Firma je bez větších obtíží schopna nalézt pracovníky s požadovaným vzděláním a kvalifikací. Podnik je situován v regionu s vysokou nezaměstnaností, jedná se o významného zaměstnavatele. Region má enormní zájem na fungování podniku a zachování pracovních míst.

7.1.3 Technické a technologické prostředí

K tomu, aby se podnik vyhnul zaostalosti a zůstal i nadále konkurenceschopný, sledují pověření pracovníci informace o technických a technologických změnách, které na tomto poli v okolí podniku probíhají. Souhrnná analýza vlivů technických a technologických

změn představuje studii očekávaných vlivů nových technologií jak na stav okolí, tak i na konkurenční pozici.

7.1.4 Domácí a světová ekonomika

7.1.4.1 Shrnutí minulého makroekonomického vývoje ČR

V tab. 8. jsou uvedeny nejdůležitější (v souvislosti s projektem) makroekonomické ukazatele ČR v letech 2007 - 2011.

HDP v běžných cenách stoupl oproti roku 2010 o 34,1 mld. Kč. Úroveň reálného HDP v ČR vzrostla v roce 2011 o 1,7%. HDP Německa, které určuje směr růstu v Evropě, rostl oproti ČR i EU 27 razantněji. K růstu HDP přispěl výlučně zahraniční obchod, výdaje na spotřebu domácností jeho růst zpomalovaly o 0,5%. Tržby v průmyslu rostly oproti roku 2010 o 7,2%, stavební výroba zaznamenala pokles o 3,5%. Inflační cíl ČNB je stanoven od roku 2006 na 3% ročně s odchylkou max. ±1%.

Průměrná hrubá nominální mzda se neustále zvyšuje, její podíl na průměrném výdělku však představuje jednu z nejnižších hodnot v rámci EU.

Kurz koruny dlouhodobě posiluje, reálný kurz rovněž apreciuje, dlouhodobě dochází ke snižování cenové konkurenceschopnosti českých vývozců. Nepříznivý vývoj směnných relací způsobil ztrátu z operací zahraničního obchodu ve výši 62,3 mld. Kč. (ČSÚ, 2012)

Rating ČR podle agentury Moody´s: A1. (Patria Finance, 2012)

Tab. 8. Makroekonomické ukazatele ČR 2007 – 2011 (ČSÚ, 2012)

Položka/rok		**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
HDP	mld. Kč, b.c.	3 662,6	3 848,4	3 739,2	3 775,2	3 809,3
HDP	%, r/r, reálně	5,7	3,1	-4,7	2,7	1,7
Průmysl - tržby	%, r/r, b.c.	14,1	-0,3	-15,9	9,8	7,2
Stavební produkce	%, r/r, reálně	7,1	0,0	-0,9	-7,1	-3,5
Ceny průmyslových výrobců	%, r/r, průměr	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6
Míra inflace	%, r/r, průměr	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9
Výdaje na spotřebu domácností	%, r/r, reálně	4,1	3,0	-0,4	0,6	-0,5
Průměrná hrubá nominální mzda	%, r/r	7,2	7,8	3,3	1,9	2,2
Obecná míra nezaměstnanosti	%, průměr	5,3	4,4	6,7	7,3	8,6
CZK/EUR	průměr	27,76	24,94	26,45	25,29	24,586
CZK/USD	průměr	20,31	17,04	19,06	19,11	17,688

7.1.4.2 Predikce makro vývoje ve světové ekonomice a v ČR

Dle investiční banky Goldman Sachs je nejbližších letech očekáván pouze pomalý růst hospodářství. Hlavní vinu na tomto stavu budou mít úsporná opatření v Evropě, dobře se však nepovede ani USA. Evropa bude tlumit růst globální ekonomiky. Z průzkumu, který uskutečnila Hospodářská komora České republiky na počátku prosince 2011, a kterého se zúčastnilo 774 členů Hospodářské komory od mikropodniků až po velké firmy, vyplývá velká míra nejistoty ve firemní sféře. Čtvrtina oslovených firem nedokázala odhadnout, zda rok 2012 bude lepší nebo horší než rok 2011. Se zhoršením své ekonomické situace však počítalo více než 40% firem. Dopady dluhové krize firmy považovaly za horší než dopady rostoucích cen komodit, či kurzových výkyvů. (Business info, 2012)

Při popisu makroekonomické predikce vycházím z údajů na webových stránkách Ministerstva financí ČR: „Makroekonomický scénář Konvergenčního programu, makroekonomické rámce státního rozpočtu a rozpočtového výhledu a predikce MF ČR jsou pravidelně srovnávány s výsledky šetření makroekonomických ukazatelů u významných relevantních institucí (tzv. Kolokvium). Výsledky 32. Kolokvia, které se konalo v listopadu 2011, vycházejí z předpovědí 17 institucí (MF ČR, MPO, MPSV, ČNB, CERGE-EI, Cyrrus, Česká spořitelna, ČSOB, ING, Komerční banka, Liberální institut, Patria, Generali PPF Asset Management, Raiffeisenbank, Svaz průmyslu a dopravy ČR, UniCredit Bank). Pro větší reprezentativnost průzkumu k nim byly přiřazeny prognózy EK, MMF a OECD. Cílem Kolokvia bylo získat představu o názorech na předpokládaný vývoj naší ekonomiky a vyhodnotit základní tendence v horizontu let 2011 až 2014, přičemž roky 2013 a 2014 jsou chápány jako indikativní výhled. Všeobecně lze shrnout, že základní tendence budoucího vývoje, s nimiž MF ČR počítá v aktuální predikci, jsou prognózami ostatních institucí potvrzeny.“ (Ministerstvo financí, 2012)

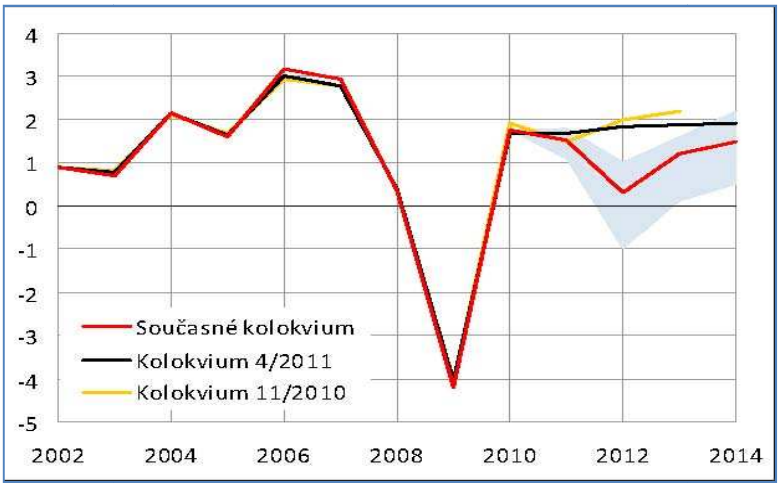
Rizika predikce

Uvažovaný scénář je minimálně v krátkodobém horizontu zatížen výraznými riziky směrem dolů. Mezi hlavní rizika patří:

- řízený či neřízený default některé země eurouzóny
- nutnost přijetí pomoci některou z velkých zemí eurozóny
- ohrožení bankovního sektoru eurozóny
- recese v Německu
- odchod jedné či několika zemí eurozóny (Ministerstvo financí, 2012)

HDP

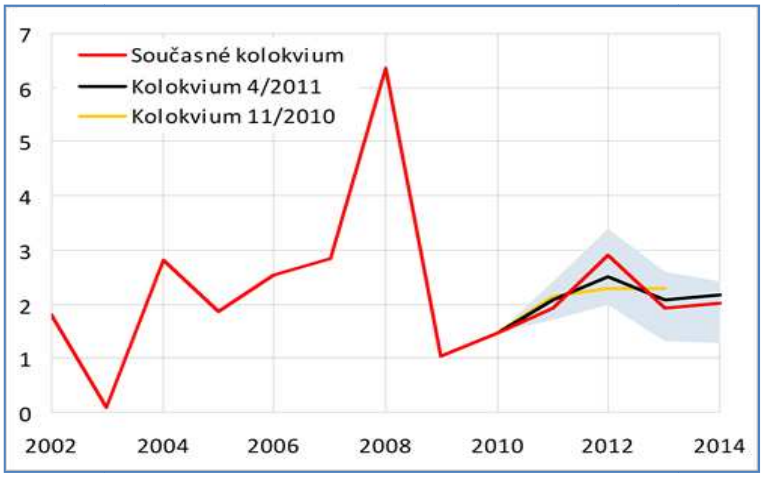
V průměru se očekává zpomalení růstu HDP v roce 2012, růst by však měl zůstat kladný a mohl by se zvýšit o 0,8%. V letech 2013 – 2014 by pak měl ekonomický růst mírně přesáhnout hranici 2%.



Obr. 10. Hrubý domácí produkt zemí EA12 – reálný růst v % (Ministerstvo financí, 2012)

Průměrná míra inflace

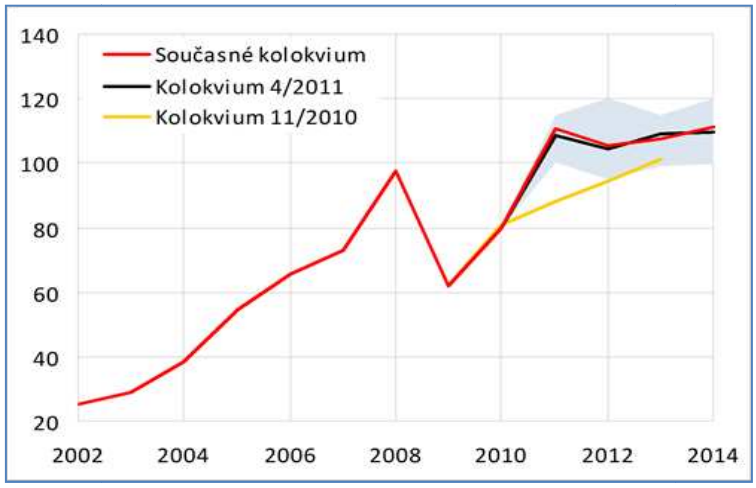
Predikuje se růst spotřebitelských cen v tolerančním pásmu inflačního cíle ČNB.
Z grafu je patrný vliv změn nepřímých daní v roce 2012.



Obr. 11. Průměrná míra inflace (Ministerstvo financí, 2012)

Cena ropy Brent

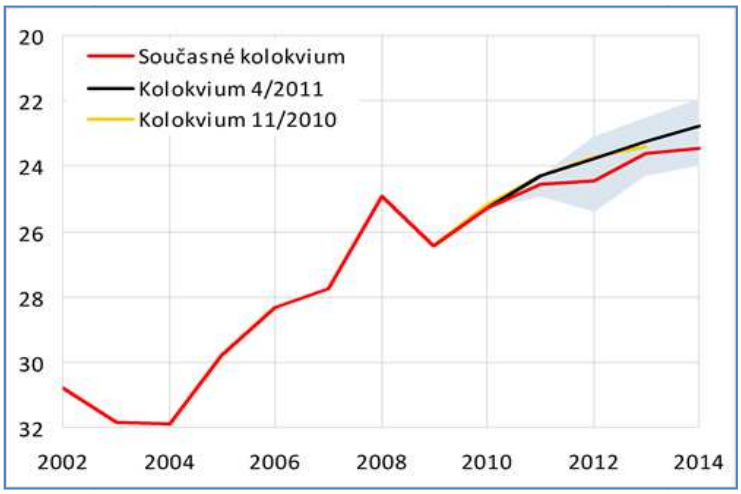
Očekávaná cena ropy Brent se bude pohybovat okolo 110 USD/barel se stoupající tendencí.



Obr. 12. Cena ropy Brent v USD/barel (Ministerstvo financí, 2012)

Měnový kurz CZK/EUR

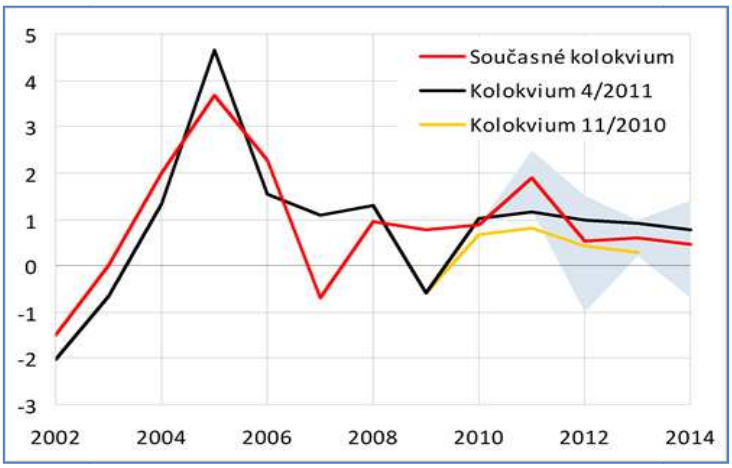
Ve srovnání s minulým kolokviem se očekává mírnější apreciace koruny vůči euru.



Obr. 13. Měnový kurz CZK/EUR (Ministerstvo financí, 2012)

Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP

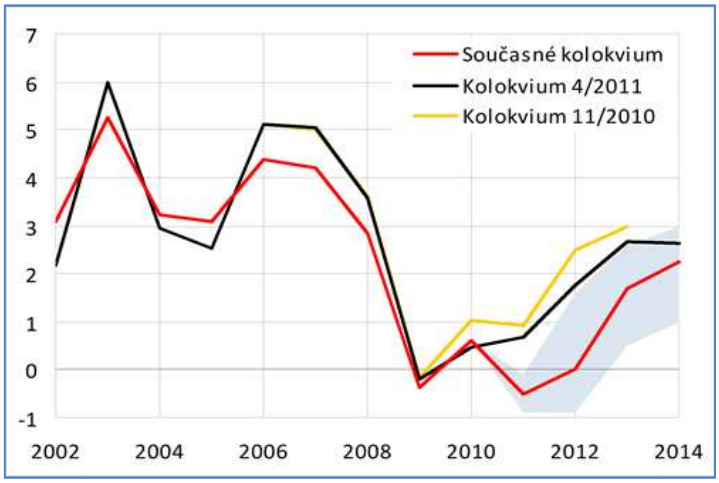
Je predikován pozitivní příspěvek zahraničního obchodu v celém predikčním horizontu.



Obr. 14. Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (Ministerstvo financí, 2012)

Spotřeba domácností

Předpokládá se stagnace spotřeby domácností v roce 2012 a růst okolo 2% v dalších letech.



Obr. 15. Spotřeba domácností (Ministerstvo financí, 2012)

8 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU A PREDIKCE

Jako základní úkol strategické analýzy jsem si vytyčila posouzení schopnosti podniku XY obhájit do budoucna svoji tržní a konkurenční pozici. Dalším úkolem je analýza rizik spojených s podnikem.

Prostřednictvím analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu určím celkový výnosový potenciál podniku XY. Analýza vnějšího potenciálu vyhodnocuje šance a rizika a predikuje vývoj trhu. Analýza vnitřního potenciálu určuje silné a slabé stránky podniku, jeho konkurenční pozici a výši tržního podílu.

8.1 Analýza vnějšího potenciálu (relevantní trh, jeho analýza a prognóza)

Jak vyplývá z kapitoly 5.4 Výrobní program, firma prodává svoje výrobky na třech trzích:

- výrobci pneumatik (gumárenský průmysl)
- výrobci dopravníkových pásů
- stavebnictví

Tržní podíl podniku XY určím jako poměr velikosti relevantního trhu v objemovém vyjádření [t] a výše realizovaných prodejů podniku [t] v roce 2011. Pro každou výrobkovou řadu je provedena samostatná analýza, protože každá z nich působí na svém specifickém trhu. Podnik prodává své výrobky prakticky po celém světě – trh firmy lze tedy označit jako mezinárodní.

8.1.1.1 Analýza trhu technické tkaniny X

Tato impregnovaná textilie je používána v gumárenském průmyslu jako jeden ze základních konstrukčních prvků při výrobě pneumatik. Gumárenský průmysl je charakteristický svojí silnou vazbou na automobilové odvětví a výroba automobilů je vysoce citlivá na vývoj hrubého domácího produktu. V gumárenském průmyslu existuje relativně malý počet finálních zákazníků, kteří jsou obecně velmi dobře známí. Pět největších globálních firem pokrývá cca 70% celosvětové výroby pneu. V Evropě, na jejíž trh (včetně Ruska), se podnik v oblasti prodeje tkanin X téměř výhradně zaměřuje, došlo v uplynulých 20 - ti letech k dramatické konsolidaci těchto firem. V období finanční krize 2008 – 2009 v tomto segmentu významně poklesy tržby, v roce 2011 však opět nastalo oživení poptávky.

Dominantní prodejní a marketingovou aktivitou je přímý kontakt se zákazníky. Firma v období před insolvencí dosahovala v segmentu tkanin X tržního podílu cca 20%, v současnosti je to cca 13%. Největší konkurenti se nacházejí v Turecku, Francii, Německu, Bělorusku, Itálii a Koreji.

Tab. 9. Tržní podíl podniku XY v roce 2011 – technická tkanina X (Interní materiály)

Dostupný trh [t]	Podnik XY [t]	Podnik XY [%]	Konkurence [%]
73 590	9 916	**13%**	87%

V následující tabulce je uvedena zákaznická struktura dle realizovaných prodejů v roce 2011.

Tab. 10. Struktura zákazníků trhu technické tkaniny X (Interní materiály)

Trh	2011 [t]
ČR	1 796
EU	5 626
Rusko	2 082
Ostatní	412
Celkem	**9 916**

8.1.1.2 Analýza trhu technické tkaniny Y

Tato tkanina v různých gramážích, šířkách, pevnostech a délkách (od desítek metrů až po několik kilometrů) je využívána pro výrobu dopravníkových pásů. Odvětví dopravníkových pásů není jednoduché definovat. Dopravní pásy mohou být použity např. v těžařském průmyslu, stavebnictví, potravinářském průmyslu, lesnictví, hornictví…

Základní strategií při prodeji výrobků Y je zákazníky vyžadovaná komplexní nabídka všech pevnostních typů tkanin v krátkých dodacích lhůtách (pod 5 týdnů). Tady firma těží především ze svého strategického umístění, díky kterému může uspokojit zákazníky z celé Evropy a stále intenzivněji proniká i na ruský trh. Zde se významnými zákazníky stávají především firmy (výrobci dopravníkových pásů) z oblastí nových nalezišť nerostných surovin. Před insolvencí činil podíl podniku na evropském trhu cca 53%, v oblastech Ruska,

Ukrajiny, Běloruska a Kazachstánu cca 2%. V současné době klesly podíly na zhruba polovinu původního stavu. Hlavní konkurenti se nacházejí především v Rusku, Ukrajině, Bělorusku. Již delší dobu firma pociťuje sílící konkurenci z Číny, která však prozatím není vzhledem k velké vzdáleností (dlouhé dodací termíny) závažná.

Tab. 11. Tržní podíl podniku XY v roce 2011 – technická tkanina Y (Interní materiály)

Dostupný trh [t]	Podnik XY [t]	Podnik XY [%]	Konkurence [%]
29 993	7 235	**24%**	76%

V následující tabulce je uvedena zákaznická struktura dle realizovaných prodejů v roce 2011.

Tab. 12. Struktura zákazníků trhu technické tkaniny Y (Interní materiály)

Trh	2011 [t]
ČR	0
EU	5 538
Rusko	92
Ostatní	1 605
Celkem	**7 235**

8.1.1.3 Analýza trhu technické tkaniny Z

Technická tkanina Z je využívána ve stavebnictví. Stavebnictví je odvětví, které kopíruje hospodářský cyklus. V roce 2009 zasáhla významným způsobem evropské stavebnictví finanční krize - došlo k meziročnímu propadu produkce o 8,8%. Nezbytností u výrobků typu Z je vývoj nových typů tkanin a ověřování absorpce těchto novinek u distributorů v jednotlivých zemích. Základním cílem je opětovné získání prodejní pozice v období před insolvencí ve střední a východní Evropě spolu s prohlubováním a zvýšením obchodních aktivit na trzích západní a jižní Evropy (zejména Anglie, Německa, Španělska a Itálie). Velmi slibně se začínají rozvíjet vztahy se zákazníky v nových regionech, jako jsou země Arabského poloostrova, Brazílie, Austrálie a Nového Zélandu. Tržní podíly se odlišují podle variant jednotlivých tkanin, v současnosti dosahují cca 6%. Konkurenti pocházejí především z Německa a Francie. Téměř nehrozí konkurence ze strany asijských konkuren-

tů z důvodů nesmírné logistické náročnosti a plánování dodávek. Firma je schopna vyrábět zakázkově a velmi operativně v požadovaných parametrech.

Tab. 13. Tržní podíl podniku XY v roce 2011 – technická tkanina Z (Interní materiály)

Dostupný trh [t]	Podnik XY [t]	Podnik XY [%]	Konkurence [%]
45 000	2 607	**6%**	94%

V následující tabulce je uvedena zákaznická struktura dle realizovaných prodejů v roce 2011.

Tab. 14. Struktura zákazníků trhu technické tkaniny Z (Interní materiály)

Trh	2011 [t]
EU	2 344
Ostatní	263
Celkem	**2 607**

8.1.2 Distribuční články a prostředníci

Výrobky X a Y: tyto tkaniny zaváží firma přímo finálním zákazníkům, prostředníky téměř nevyužívá. Kontakt se zákazníky probíhá prostřednictvím oddělení prodeje a oddělení zákaznického servisu. V případě globálních firem a firem vlastnících více výrobních závodů je tento kontakt veden většinou jak na úrovni central, tak i na úrovni jednotlivých výrobních závodů. Pouze v ojedinělých případech (hlavně trh bývalého SSSR) je díky specifickým podmínkám zvolena spolupráce s exkluzivním zástupcem pro daný trh.

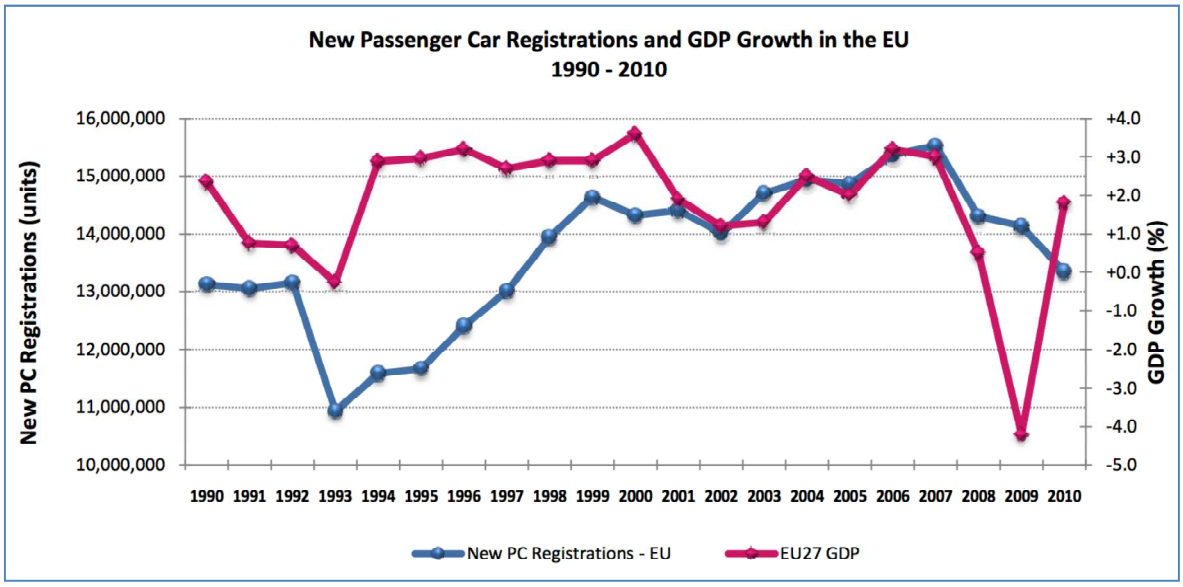
Výrobky Z: prodej těchto tkanin se téměř výhradně uskutečňuje přes distributora – obvykle firma etablovaná na místním trhu s dobrými zkušenostmi a znalostmi potřeb zákazníků.

8.1.3 Prognóza trhu a prodeje pro období 2012 – 2016

8.1.3.1 Gumárenské odvětví - technická tkanina X

Z tab. 15. je patrný strmý nárůst prodeje tkanin X v letech 2013 – 2014. Tento fakt je podpořen již uzavřenými kontrakty pro toto období. V dalších letech se očekává mírný nárůst do naplnění kapacity. Mezi výrobci pneumatik a výrobci automobilů existuje těsná závis-

lost, stejně tak jako existuje závislost mezi výrobci automobilů a vývojem HDP (viz. obr. 16). Tato závislost je dána významným podílem evropských výrobců automobilů na HDP. Predikce HDP (kap. 7.1.4.2.) je sice důležitým podkladem této prognózy, převažuje však skutečnost, že firmě se podařilo navázat na dlouhodobou spolupráci téměř se všemi strategickými odběrateli a má vybudované kapacity, které dovolují v horizontu 5 let realizovat nárůst tržeb vyšším tempem (v důsledku obnovení dodávek původním odběratelům), než jaké se očekává v segmentu výrobců pneumatik, který je základním odbytištěm firmy pro produkt X.



Obr. 16. Vztah mezi nově registrovanými auty a růstem HDP v EU (ACEA, 2012)

8.1.3.2 Odvětví výrobců dopravníkových pásů - technická tkanina Y

Odvětví dopravních pásů není lehké definovat – pásy se dají využít v mnoha různých odvětvích, což komplikuje predikci. Nicméně pro prodej tkanin Y je očekáván spíše mírný růst pouze na úrovni inflace, tuto skutečnost by zvrátilo pouze nalezení nového odbytiště, což se však v segmentu výrobců dopravníkových pásů nepředpokládá. Tento závěr vyplývá také ze skutečnosti, že podnik má v současné době již téměř vytíženou kapacitu pro výrobu tkanin typu Y a neuvažuje se o dalších investicích.

8.1.3.3 Stavebnictví - technická tkanina Z

Naopak produkt typu Z, který se prodává firmám ve stavebnictví, je silně zatížen nepříznivým vývojem tohoto odvětví. V roce 2012 se očekává silný propad tržeb v důsledku toho,

že se pro tento rok pravděpodobně nepodaří získat podobné množství výhodných kontraktů jako v roce 2011.

Letošní pokles v odvětví stavebnictví v Česku bude podle odhadu činit 1,1 procenta.

Evropské stavebnictví zažívá pokles již čtyři roky, v letošním roce by však ve většině zemí měl pokles zpomalit, případně se úplně zastavit. Vývoj bude odlišný v jednotlivých regionech, míní Euroconstruct. V letošním roce byl zatím nejvyšší růst zaznamenán v Polsku. Dobré úrovně dosáhly také severské země a přiměřený byl růst Francie a Německa.

Největší růst stavebnictví v příštím roce očekává Euroconstruct ve Skandinávii. Zhruba čtyřprocentní růst očekává také na Slovensku, v Maďarsku a v Polsku. Stavebnictví v Česku začne podle Euroconstructu růst až v roce 2013, a sice o 0,8 procenta.

Euroconstruct je evropským sdružením 19 specializovaných výzkumných organizací. Je aktivní od roku 1975. Pravidelně vydává aktualizované odhady krátkodobého a střednědobého vývoje na evropských trzích. Členskými státy sdružení je 19 evropských zemí včetně Česka. (Euroconstruct, 2012)

8.1.3.4 Prognóza prodeje firmy XY

V tab. 15. jsou uvedeny předpokládané procentní nárůsty prodeje jednotlivých technických tkanin. Tyto údaje budou východiskem pro zpracování finančního plánu. Jako podklad pro vypracování prognózy jsem využila makroekonomickou predikci a interní informace, které jsou založeny na znalostech trhu, predikcích ohledně vývoje trhu a na stávajících kontraktech.

Tab. 15. Prognóza prodeje 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

Produkt	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
X	32,60%	18,40%	12,40%	5,70%	5,40%
Y	0,30%	5,30%	2,60%	2,40%	0,20%
Z	-44,40%	2,10%	4,70%	4,50%	3,70%
Průměrný nárůst celkem *	**10,63%**	**12,98%**	**8,89%**	**4,67%**	**3,82%**

** Celkový průměrný nárůst vypočítán jako vážený aritmetický průměr nárůstu celého sortimentu.*

8.1.4 Analýza atraktivity trhu

Tab. 16. Atraktivita trhu (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 66)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní			Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3				x				3	9
Velikost trhu	2							x	6	12
Intenzita konkurence	3		x						1	3
Průměrná rentabilita	2			x					2	4
Bariéry vstupu	1					x			4	4
Možnosti substituce	1						x		5	5
Citlivost na konjunkturu	3	x							0	0
Struktura zákazníků	2				x				3	6
Vlivy prostředí	1				x				3	3
Celkem	**18**									**46**

Maximální počet bodů: 108

Dosažené hodnocení: 46

Hodnocení: **43%**

Závěr: V případě podniku XY se atraktivita analyzovaného trhu pohybuje okolo průměru.

8.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenčních výhod podniku

8.2.1 Ekonomická situace

Rok 2011 skončil pro podnik XY nad očekávání dobře. Firma dokázala překlenout zlomový poinsolvenční rok 2010, kdy se sice dařilo pokrývat náklady spojené s provozem a údržbou obrovského areálu podniku, ale nevytvářel se zisk. V roce 2011 se podařilo navýšit výrobu o 28% a podnik se dostal do černých čísel. Celkové výkony společnosti v roce 2011 byly na úrovni cca 2 mld., což představuje nárůst oproti roku 2010 ve výši 39%. Podnik profituje z masivní poptávky ze strany zákazníků. Podnik si také dokázal zajistit dostatečné zdroje potřebné k nákupu materiálu, kde se postupně daří měnit platební podmínky ve prospěch podniku (přechod od zálohových plateb k platbám na fakturu s dohod-

nutou splatností). K nejdůležitějším zásadám pro udržení platební schopnosti podniku patří snižování zpracovacích nákladů, zvyšování produktivity práce a orientace na nové trhy.

8.2.2 Surovinové a materiálové zdroje

Základní surovinou pro výrobu je syntetické vlákno (polyester, polyamid, viskóza, aramid) a bavlna. Veškeré nákupy surovin jsou realizovány prostřednictvím oddělení Nákupu. Hlavními dodavateli materiálu jsou Čína, Francie, Rusko, Německo. V blízké budoucnosti je také očekáváno dokončení výstavby provozu na výrobu PES vlákna, která byla z důvodu insolvence původní firmy AB zastavena. Firma, která nyní investici financuje, již není majetkově spojena s firmou XY, bude však v budoucnu patřit mezi hlavní dodavatele této strategické suroviny.

8.2.3 Výrobní a technologická základna

Strojní zařízení i infrastruktura jsou v podniku na světové úrovni. Poněkud zastaralé je zařízení na skárnách výrobků Y. Dne 1. 5. 2012 byl spuštěn nový informační systém pro řízení výroby, který významným způsobem zkvalitní celý informační tok ve firmě.

8.2.4 Image a goodwill firmy

Core-business má dlouholetou tradici, a i přes nedávné ekonomické a odbytové potíže se podařilo zachovat dobré jméno firmy a vysokou kvalitu výrobků. Podnik dokázal obnovit téměř všechny dlouholeté vztahy se zákazníky, i když ne vždy ve stejných objemech prodejů, jako v době před insolvencí.

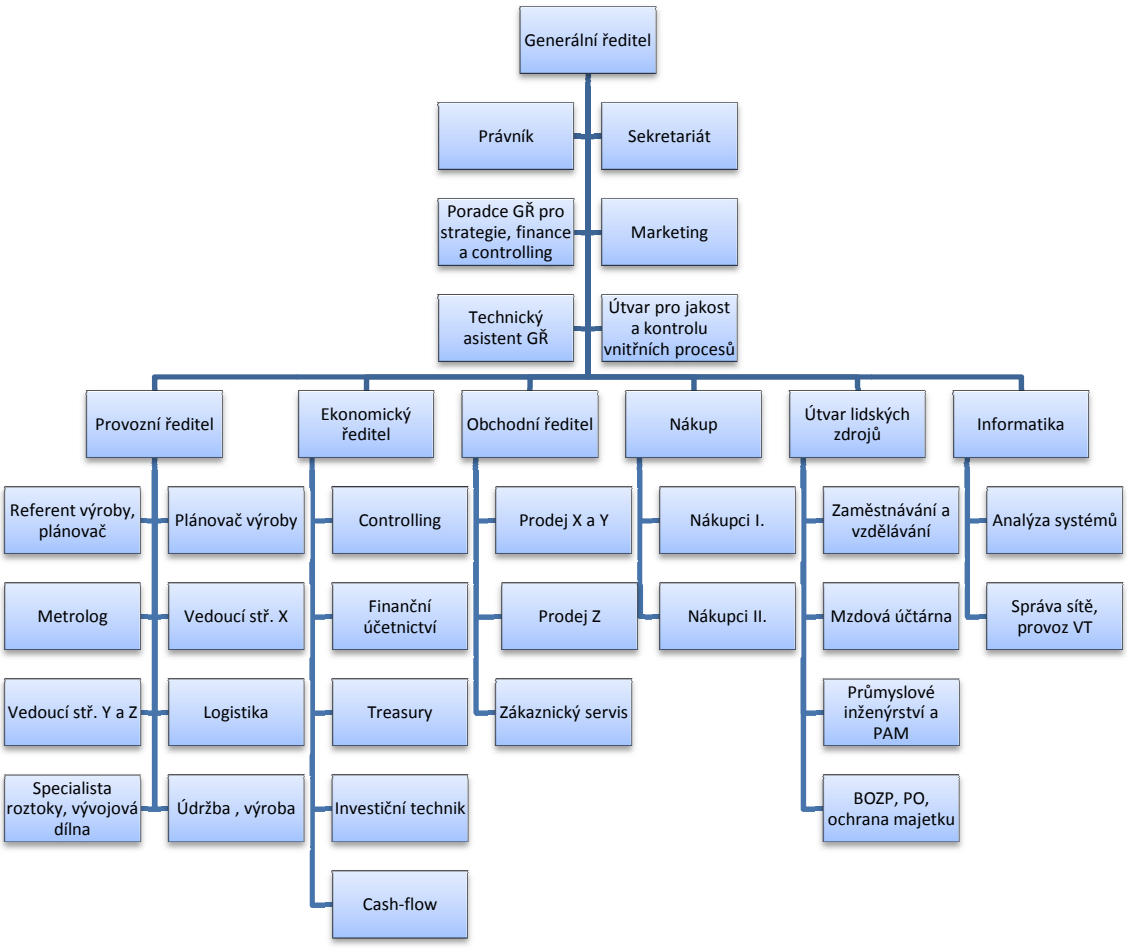
8.2.5 Lidské zdroje

K 31. 3. 2012 firma zaměstnává 571 zaměstnanců. Je možné konstatovat, že firma disponuje takovou strukturou lidských zdrojů, která svými odbornými i lidskými kvalitami zvládá náročné požadavky trhu s technickými textiliemi.

8.2.6 Úroveň řízení a organizace firmy

Celý podnik je rozdělen na jednotlivá nákladová střediska, organizační struktura je funkcionalistická. Ekonomická struktura (obr. 17.) v podstatě navazuje na strukturu organizační (obr. 18.).

Obr. 17. Ekonomická struktura podniku XY (Vlastní zpracování)



Obr. 18. Organizační struktura podniku XY (Vlastní zpracování podle interních materiálů)

8.2.7 Systém kontroly a řízení kvality

Systém kontroly a řízení kvality je ve firmě od roku 1996 certifikován a pravidelně dvakrát ročně auditován mezinárodní společností Lloyd´s Register Quality Assurance. Firma vlastní certifikáty dle ISO 9001:2008, ISO/TS 16949:2002 a dle normy ČSN EN 14001:2004. Systém řízení a kontroly kvality zasahuje do všech výrobních, řídících a podpůrných procesů včetně vyhodnocování spokojenosti zákazníků. Systém je dále pravidelně prověřován ze strany zákazníků systémovými, procesními a výrobkovými audity. Poslední dozorový audit s cílem posoudit uplatňování systému managementu, který integruje požadavky na kvalitu dle ISO 9001:2008 a dle normy ČSN EN 14001:2004, se ve společnosti konal ve druhé polovině února 2012 a firmě se podařilo obhájit veškerou certifikaci.

8.2.8 Vědeckovýzkumné a vývojové zdroje

V současnosti jsou v podniku rozpracovány projekty ve fázi vývoje a také projekty ve fázi získávání technických a marketingových informací. K nejdůležitějším projektům bezesporu patří:

- projekt vývoje „A“ tkanin, které jsou mnohem pevnější než standardní polyamidové a polyesterové. Tyto tkaniny se mohou uplatnit u dopravníkových pásů jako náhrada ocelových výztuží. „A“ tkaniny, na které již má firma předběžně potvrzenou poptávku, by rozšířily sortiment o nový výrobek s vysokou přidanou hodnotou.
- projekt „B“ geokompozitů ve fázi provozních zkoušek skaní a tkaní.
- projekt „K“ tkanin – využívá zcela novou technologii, která by pro podnik byla novinkou. „K“ tkaniny by firmě otevřely dveře ke zcela novým zákazníkům – v letectví, energetice, v automobilovém průmyslu, ve sportu.
- projekt antierozních mříží z přírodních materiálů.
- projekt „S“ geokompozity.
- projekt ve spolupráci s Fakultou strojního inženýrství VUT v Brně na vývoji tkaniny pro použití do chladících věží.

8.2.9 Stanovení perspektivnosti podniku

Pro stanovení perspektivnosti podniku využiji systém hodnocení uvedený v knize Metody oceňování podniku autora Miloše Maříka (2011, s. 82 - 89). Při hodnocení na škále vychá-

zím z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenčních výhod firmy, která byla provedena v předcházejících kapitolách.

Tab. 17. Kvalita managementu (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 82)

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1. Schopnost tvořit vize	Žádné						x		Vedení má jasnou vizi
2. Schopnost tvořit strategie	Žádná						x		Vedení má jasnou strategii
3. Schopnost prognózovat	Špatná					x			Mimořádná
4. Schopnost ocenit	Příliš optimistické						x		Realistické pohledy
5. Plánování běžné činnosti	Žádné							x	Pravidelně, obsáhle
6. Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení				x				Jasná kompetence a hodnoty
7. Osobní kvalifikace	Nedostatečná					x			Vysoce kvalifikovaný
8. Schopnost se učit	Strnulost v minulém				x				Vysoká, zájem o nové
9. Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování						x		Schopnost rychle nalézt řešení
10. Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost			x					Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		**0**	**0**	**1**	**2**	**2**	**4**	**1**	
Body × četnost		**0**	**0**	**2**	**6**	**8**	**20**	**6**	

Max. počet bodů: 60

Získaný počet bodů: **42**

Průměrný počet bodů: 4

V případě podniku XY je zřejmé, že management je jednou z konkurenčních výhod. Občasnou nevýhodu spatřuji ve strnulém způsobu řízení, kde hlavní vinu kladu tradiční funkcionální struktuře společnosti, kdy prospěch útvaru je často preferován nad prospěchem celku. Vedoucí pracovníci jsou odborníky ve své oblasti – hůře se však prolínají technická a ekonomická hlediska.

Tab. 18. Personální oblast (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 84)

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
A. Kvalifikace a fluktuace									
1. Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností					x			Provoz nevyžaduje speciální odbornost
2. Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval							x	Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
3. Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům					x			Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku									
4. Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost				x				Spokojenost, důvěra v budoucnost
5. Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali „vnitřní výpověď“				x				Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady									
6. Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost				x				Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
7. Náklady na školení	Minimální		x						Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		**0**	**1**	**0**	**3**	**2**	**0**	**1**	
Body × četnost		**0**	**1**	**0**	**9**	**8**	**0**	**6**	

Max. počet bodů: 42

Získaný počet bodů: **24**

Průměrný počet bodů: 3

Dosažené body ukazují na uspokojivý stav v personální oblasti. Za klíčové považuji zvýšení nákladů na školení a další vzdělávání zaměstnanců.

Tab. 19. Inovace a výzkum (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 86)

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
A. Inovační síla									
1. Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnou novou přihlášku k registraci		x						Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky
2. Podíl na nových produktech na trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů				x				Nadprůměrný podíl
3. Podíl nových produktů na tržbách	Nízký, tržby (příspěvek na krytí, cash flow)				x				Vysoký
4. Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány							x	Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací
B. Organizace výzkumu a vývoje									
5. Motivace pracovníků na inovacích	Žádný motivační systém						x		Propracovaný motivační systém
6. Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý				x				Vysoký
7. Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum nebo improvizované řízení					x			Jasné cíle a strategie, propracované vazby
8. Podíl nákladů na výzkum a vývoj na	Nízký podíl		x						Nadprůměrný podíl
Četnost bodů		**0**	**2**	**0**	**3**	**1**	**1**	**1**	
Body × četnost		**0**	**2**	**0**	**9**	**4**	**5**	**6**	

Max počet bodů: 48

Získaný počet bodů: **26**

Průměrný počet bodů: 3

Dosažený počet bodů ukazuje na průměrný stav v oblasti inovací a výzkumu. Protože schopnost inovacím důležitým faktorem dlouhodobé schopnosti podniku přežít, bude zejména důležité zvýšit podíl nákladů na vývoj a výzkum. Konkurenční výhodou jsou ISO a výrobkové certifikáty.

Tab. 20. Dlouhodobý majetek a investice (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 88)

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1. Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit				x				Kapacity optimálně využité
2. Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá						x		Modernější vybavení než u konkurence
3. Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost					x			Pečlivá údržba
4. Fundovanost posuzování investic	Rozhodování „od oka“							x	Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
5. Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu						x		Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
6. Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná							x	Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů		**0**	**0**	**0**	**1**	**1**	**2**	**2**	
Body × četnost		**0**	**0**	**0**	**3**	**4**	**10**	**12**	

Max. počet bodů: 36

Získaný počet bodů: **29**

Průměrný počet bodů: 5

Jako základní nedostatek spatřuji momentální nevytíženost výrobní kapacity (do 70%), což zatěžuje podnik fixními náklady. Naopak výhodou je moderní technické a technologické zázemí firmy, které v nejbližších min. 5 letech téměř nevyžaduje investice.

Tab. 21. Souhrnný profil konkurenční síly (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 89)

Kritérium		Váha	Hodnocení							Body	Váha × Body
			Konkurence		Průměr			Podnik má			
			0	1	2	3	4	5	6		
Přímé faktory	1. Kvalita výrobků	3							x	6	18
	2. Technická úroveň výrobků	2							x	6	12
	3. Cenová úroveň	3					x			4	12
	4. Intenzita reklamy	2				x				3	6
	5. Výhody místa	1						x		5	5
	6. Výhody distribuce	1						x		5	5
	7. Image firmy	1						x		5	5
	8. Servis a služby	1						x		5	5
Nepřímé faktory	9. Kvalita manage-mentu	1						x		5	5
	10. Výkonný personál	1						x		5	5
	11. Výzkum a vývoj	1				x				3	3
	12. Majetek a investice	2						x		5	10
	13. Finanční situace	1					x			4	4
Celkem		**20**									**95**

Maximální počet bodů: 120

Dosažené hodnocení: 95

Hodnocení: **79%**

Na základě dosud provedených analýz jsem vyhodnotila a vyznačila v tab. č. 21., že konkurenční síla podniku XY je na nadprůměrné úrovni a podnik je schopen si obhájit i do budoucna svoji konkurenční pozici. Za předpokladu nenaplnění rizik uvedených v predikci makroekonomického vývoje prognózuji budoucí růst tržního podílu společnosti.

8.3 Shrnutí výsledků interní a externí analýzy – SWOT analýza

Tab. 22. Analýza SWOT firmy XY (Vlastní zpracování)

Silné stránky: - podnik je finančně i obchodně stabilizován - dlouhodobá tradice výroby i značky - dobré jméno - schopný management - kvalifikovaná pracovní síla - kvalitní výrobky - široký sortiment výrobků - příznivý poměr kvalita/cena - moderní technologie a výrobní zařízení - držitel ISO a výrobkových certifikátů - strategická poloha v centru Evropy	**Slabé stránky:** - nenaplněná výrobní kapacita, tedy vyšší nepokryté fixní náklady - vyšší výrobní náklady než konkurence z Asie
Příležitosti: - nový produkt na bázi nového vlákna - uplatnění dalších nových produktů na trhu (nyní ve fázi vývoje) - budoucí stabilní dodávky kvalitního PES vlákna (základní surovina pro výrobu) od sesterské společnosti - zvýšení podílu na trhu na úkor evropských konkurentů	**Hrozby:** - ekonomická nestabilita v Evropě - predikce nízkého růstu HDP v Evropě zatížená značným rizikem nejistoty - zvyšování cen energií - rostoucí konkurence z Asie - konkurenční trh - silná koruna - zvyšování ceny ropy (zdražování materiálových vstupů) - podnikání je vysoce citlivé na hospodářský cyklus

9 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

V rámci finanční analýzy v analýze absolutních ukazatelů bude hodnoceno období let 2005 – 2009 v původní firmě AB a dále období let 2010 – 2011 v nově vzniklé firmě XY. Finanční údaje provozní části nově vzniklé společnosti XY je možné poměrně dobře identifikovat v původní společnosti AB, a proto je možné provést i zajímavé historické srovnání obou subjektů. Jako podklad jsem použila účetní výkazy – rozvahu v plném rozsahu, výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu. Z důvodu rozsáhlosti jsou výkazy a jejich analýza uvedeny v příloze. V následujících podkapitolách uvádím interpretace a komentáře k dosaženým výsledkům a ukazatelům.

9.1 Analýza absolutních ukazatelů

9.1.1 Vertikální analýza rozvahy

9.1.1.1 Aktiva

Při srovnání aktiv původní a nové společnosti lze konstatovat, že došlo k podstatnému snížení objemu dlouhodobého majetku, jak v jeho absolutní výši, tak i v % výši z celkových aktiv. V původní společnosti činil objem dlouhodobého majetku na celkových aktivech 60 – 70 %, v nové společnosti poklesl v roce 2011 pouze na 35 %. Tento rozdíl byl jednak způsoben prodejem nepotřebných aktiv, dále poklesem výše dlouhodobého finančního majetku z důvodu pozbytí původních majetkových účastí, především však vznikem záporného oceňovacího rozdílu ve výši cca 900 mil. Kč – tento oceňovací rozdíl snižuje ve firmě XY hodnotu dlouhodobého majetku. Naopak došlo k navýšení oběžných aktiv – v původním podniku činil jejich objem na celkových aktivech cca 30 – 40 %, v novém podniku se zvýšil až na cca 65 % v roce 2011. Toto navýšení bylo nezbytné. Více než 100 % narostly zásoby (způsobeno hlavně růstem výše materiálových zásob poté, co v podniku skončil sklad státních hmotných rezerv, v současnosti již veškerý materiál patří do podnikových zásob). Podstatně vzrostla výše poskytnutých záloh na zásoby – institut záloh přetrvá z dob insolvence, kdy dodavatelé dodali firmě materiál pouze na platbu předem. Dále se v oběžných aktivech nově objevily dlouhodobé pohledávky, které jsou podstatnou měrou tvořeny odloženou daní (odložená daňová pohledávka). Další nárůst oběžných aktiv je způsoben zvýšením objemu krátkodobých pohledávek. Podíl časového rozlišení na celkových aktivech je zanedbatelný.

9.1.1.2 Pasiva

Vlastní kapitál tvoří v novém podniku cca 1/3 celkových pasiv, zbytek patří cizím zdrojům. V původním podniku pozorujeme postupný nárůst cizího kapitálu až na neúnosnou mez ve výši téměř 93% celkové výše pasiv v roce 2009. Pokud srovnáme pasiva původní a současné firmy, všimneme si zásadní změny ve výši základního kapitálu – k jeho snížení došlo v souvislosti s prodejem podniku. Výše základního kapitálu klesla jak v absolutní výši, tak i ve výši podílu na vlastním kapitálu, v roce 2011 činí cca 19% z celkových pasiv. Původní společnost netvořila rezervy, nová společnost tvoří rezervu na neshodné výrobky. Novou položkou jsou dlouhodobé závazky, které tvoří největší část cizích zdrojů. Jedná se o tzv. podřízený dluh, který má firma vůči akcionářům. Co se týká krátkodobých závazků, byla jejich výše snížena v nové společnosti na necelých 9% z pasiv v roce 2011, a jsou z větší části tvořeny závazky z obchodních vztahů. Bankovní úvěry a výpomoci tvoří cca 30% z cizích zdrojů, firma je financována jak dlouhodobým, tak i krátkodobým úvěrem.

9.1.2 Horizontální analýza rozvahy

9.1.2.1 Aktiva

Mezi roky 2010 – 2009 markantně klesla výše dlouhodobého hmotného majetku (- 71,5%) – způsobeno především vznikem záporného oceňovacího rozdílu ve výši cca 900 mil. Kč – tento oceňovací rozdíl snižuje hodnotu dlouhodobého hmotného majetku. Taktéž klesla výše dlouhodobého finančního majetku (-60,1%) z důvodu pozbytí původních majetkových účastí. Výše stálých aktiv v letech 2010 a 2011 klesá o odpisy, firma v současné době investuje pouze minimálně jednak z důvodu nadbytečných kapacit a dále proto, že investice proběhly v nedávné minulosti. Oproti roku 2009 vzrůstají všechny položky oběžných aktiv - s tím, jak rostou tržby společnosti, zvyšuje se množství zásob, pohledávek z obchodních vztahů i krátkodobého finančního majetku. Novou položkou jsou dlouhodobé pohledávky (odložená daňová pohledávka).

9.1.2.2 Pasiva

V roce 2010 klesla výše krátkodobých závazků (-82,8%) což bylo způsobeno tím, že podstatná část závazků zůstala v původní firmě, z téhož důvodu klesl objem bankovních úvěrů (-72,3%). Výše bankovních úvěrů meziročně klesá i v letech 2011/2010 - způsobeno především vysokými splátkami dlouhodobého bankovního úvěru, který firma splatí do konce

roku 2014. Firma nově od roku 2010 tvoří rezervy (na neshodné výrobky). Od roku 2010 se navyšují dlouhodobé závazky (podřízený dluh vůči akcionářům).

9.1.3 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

9.1.3.1 Výnosy

Firma XY je výrobní podnik, proto největší objem z celkových výnosů tvoří tržby za vlastní výrobky a služby (69%). Další významnou položkou jsou ostatní provozní výnosy (25%), jež jsou generovány např. z výnosů z postoupení pohledávek nebo z rovnoměrného umořování oceňovacího rozdílu k nabytému majetku. Ostatní položky – např. prodej zboží – tvoří již jen zanedbatelnou část celkových výnosů. Struktura výnosů je i v původní firmě velmi podobná.

9.1.3.2 Náklady

Největší objem z celkových nákladů v celém hodnoceném období 2005 – 2011 jednoznačně zaujímá spotřeba materiálu a energie (53,9 % v roce 2010 a 57% v roce 2011) – tento objem od roku 2005 narůstal (s výjimkou roku 2009). Vzhledem ke snaze firmy šetřit, klesá v roce 2011 výše nákladů na služby. S tím, jak se zmenšil objem stálých aktiv, klesá i výše odpisů. Naopak vzrostla výše ostatních provozních nákladů – způsobeno především odpisy nedobytných pohledávek.

9.1.4 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

9.1.4.1 Výnosy

V roce 2008 a dále v roce 2009 vidíme hluboký propad tržeb za vlastní výrobky. V roce 2010 pak tržby nepatrně vzrostly (o 4,9%), v roce 2011 byl již tento růst markantní (o 35,6%), a stejně tak rostly i ostatní provozní výnosy – způsobeno především postupným odepisováním oceňovacího rozdílu k nabytému majetku do výnosů. Růst firmy se projevil na kladné změně stavu zásob vlastní činnosti (+ 105% v roce 2010 a + 831% v roce 2011).

9.1.4.2 Náklady

V původní firmě lze z prudkého poklesu spotřeby materiálu, energií a služeb v roce 2008 vysledovat výrazný útlum výroby. V roce 2009 a 2010 poklesl také objem osobních nákladů - více než ½ zaměstnanců firmy byla v tomto období propuštěna. S tím, jak se firma v roce 2010 stabilizovala, lze pozorovat opět nárůst výše zmiňovaných položek. Spotřeba

materiálu a energie, osobní náklady a také ostatní provozní náklady se v roce 2011 již přibližují hodnotám roku 2008.

9.2 Analýza poměrových ukazatelů

Následující analýzy již budu provádět pouze v rámci nově vzniklé firmy – tedy za období 2010 – 2011. Při zpracování analýzy (stejně tak jako při určování nákladů na vlastní kapitál) se dívám na položku dlouhodobé závazky (podřízený dluh vůči akcionářům) jako na vlastní kapitál (viz. kap. 11.1.1.2).

9.2.1 Ukazatele rentability

Tab. 23. Ukazatele rentability (Vlastní zpracování)

Ukazatel	2 010	2 011
Rentabilita tržeb ROS	-0,37%	4,17%
Rentabilita výnosů	-0,60%	3,72%
Rentabilita nákladů ROC	-0,26%	3,04%
Rentabilita celkového kapitálu ROA	-0,97%	7,78%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	-0,73%	9,97%
Čistá zisková marže	-0,37%	4,17%
Hrubá zisková marže	16,00%	19,33%
Provozní marže	0,25%	6,00%

Rentabilita vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje. Jak je patrné z tabulky, v roce 2010 firma dosahovala převážně záporných čísel, vykazovala pro své majitele ztrátu. Hrubá zisková marže i provozní marže byly však kladné. V roce 2011 firma vykázala zisk.

9.2.2 Ukazatele likvidity, rozdílové ukazatele

Tab. 24. Ukazatele likvidity, rozdílové ukazatele (*Vlastní zpracování)*

Ukazatel	2 010	2 011	Doporučené hodnoty
Běžná likvidita = *(OA/krátkodobé CZ + krátkodobé BÚ)*	5,83	2,84	1,5 - 2,0
Pohotová likvidita = *(krátkodobé pohledávky + finanční majetek) / (krátkodobé BÚ)*	2,52	1,30	1,0 - 1,5
Hotovostní likvidita = *Finanční majetek / krátkodobé závazky + krátkodobé BÚ)*	0,14	0,11	0,2 - 0,5
ČPK (tis. Kč)	627 469	558 813	
ČPK/OA	82,85%	64,74%	
ČPK/A	49,00%	41,88%	

Ukazatel běžné likvidity se z příliš vysoké hodnoty v roce 2010 během roku 2011 snížil, ale stále vykazuje vyšší hodnoty. Již v analýze rozvahy jsem poukázala na skutečnost, že firma má vysoký podíl oběžných aktiv (především zásoby a pohledávky), které vážou peněžní prostředky.

Pohotová likvidita se z vysokých hodnot v roce 2010 během roku 2011 dostala do rozmezí doporučovaných hodnot.

Hotovostní likvidita v obou obdobích není příliš dostačující, firma využívá pro překlenutí výkyvů likvidity kontokorentní úvěr.

Jako rozdílový ukazatel je uveden čistý pracovní kapitál (ČPK). Pozitivně lze hodnotit kladnou výši ČPK, což znamená, že krátkodobý majetek je vyšší než krátkodobé závazky a ČPK tak vytváří dostatečně vysoký „finanční polštář" pro krytí neočekávaných závazků. Ukazatel charakterizuje krátkodobou finanční stabilitu podniku, měl by dosahovat hodnoty 30 – 50%, tuto hodnotu firma překračuje.

9.2.3 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Tab. 25. Ukazatele zadluženosti, majetkové a fin. struktury (Vlastní zpracování)

Ukazatel	2 010	2 011
Celková zadluženost = Cizí zdroje/aktiva	41,44%	37,96%
Míra zadluženosti = Cizí zdroje/vlastní kapitál	1,57	1,21
Dlouhodobé cizí zdroje / Cizí zdroje	42,62%	21,42%
Dlouhodobé cizí zdroje / Dlouhodobý majetek	34,92%	19,13%
Vlastní kapitál / Dlouhodobý majetek	1,43	1,76
Dlouhodobé zdroje / Dlouhodobý majetek	2,19	2,18
Ukazatel úrokového krytí = EBIT / Nákladové úroky	-6,37	4,86

Výše uvedené ukazatele slouží jako indikátory výše rizika, jež firma podstupuje při dané struktuře vlastních a cizích zdrojů. Celková zadluženost firmy v letech 2010 - 2011 klesá. Podíl dlouhodobých cizích zdrojů na celkových cizích zdrojích meziročně rapidně poklesl – o celých 20% ve prospěch krátkodobých cizích zdrojů. Klesá krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými cizími zdroji, naopak se zvyšuje podíl vlastního kapitálu. Dlouhodobé zdroje pokrývají dlouhodobý majetek více než dvojnásobně, tzn. že dlouhodobými zdroji jsou krytá i oběžná aktiva. Co se týká úrokového krytí, podařilo se firmě z vysoce negativní hodnoty v roce 2010 (firma vykázala ztrátu) přehoupnout v roce 2011 do doporučované hodnoty cca 5.

9.2.4 Ukazatele aktivity

Tab. 26. Ukazatele aktivity (Vlastní zpracování)

Ukazatel	2 010	2 011
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,16	1,50
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,61	2,09
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	66	53
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	77	66
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	18	20
Obratovost pohledávek	4,74	5,51
Obratovost závazků	20,23	17,69

Požadovaná minimální hodnota obratu celkových aktiv z tržeb = 1. Tento požadavek firma splňuje v obou obdobích. Z 1 Kč majetku tedy firma dosahuje v roce 2011 1,50 Kč tržeb. Ukazatel se meziročně zvýšil, což je velmi pozitivní. Ještě lepší hodnoty ukazatele pak firma dosahuje v obratu aktiv z výnosů – zde z 1 Kč majetku dosahuje v roce 2011 více než 2 Kč výnosů, taktéž tento ukazatel meziročně vzrostl. Ukazatele dosvědčují schopnost firmy efektivně využívat svůj majetek.

Pozitivní vývoj vidíme také u dob obratu zásob a pohledávek – počet dní obratu se meziročně snížil. Poněkud negativní je fakt, že firma platí své závazky o mnoho dříve, než sama dostává zaplaceny své pohledávky. Ukazatel obratu závazků se sice nepatrně zvýšil, do budoucna by se však firma měla snažit doby obratu pohledávek a závazků sladit. Problémem je stále fakt, že jisté procento plateb (zejména za surovinu) je firma nucena platit zálohově (pozůstatek z doby, kdy firma měla finanční potíže).

9.3 Souhrnné ukazatele

9.3.1 Altmanův model

Tab. 27. Altmanův model (Vlastní zpracování)

Altmanovo Z-skóre		2010	2011
0,717	x ČPK/A	0,35	0,30
0,847	x ČZ/A	0,00	0,05
3,107	x EBIT/A	-0,03	0,24
0,42	x VK/Cizí zdroje	0,59	0,69
0,998	x T/A	1,14	1,48
Výsledek		**2,05**	**2,76**

Altmanův model označuje finanční situaci podniku dle dosaženého skóre následovně: Z - skóre vyšší než 2,99 = uspokojivá finanční situace, Z - skóre 1,81 až 2,99 = nevyhraněná finanční situace, Z - skóre nižší než 1,81 = velmi silné finanční problémy. Jak je patrné z tabulky, firma patří mezi podniky s nevyhraněnou finanční situací.

9.3.2 Index IN01

Tab. 28. Index IN01 (Vlastní zpracování)

Index IN01		2010	2011
0,13	x A/CZ	0,31	0,34
0,04	x EBIT/NÚ	-0,25	0,19
3,92	x EBIT/A	-0,04	0,31
0,21	x V/A	0,34	0,44
0,09	x OA/(KZ + KBU)	0,52	0,26
Výsledek		**0,88**	**1,54**

IN01 vyšší než 1,77 = podnik tvoří hodnotu, IN01 = 0,75 až 1,77 = šedá zóna, IN01 nižší než 0,75 = podnik spěje k bankrotu. Dle výsledků IN01 lze podnik zařadit do tzv. šedé zóny.

9.4 Závěr finanční analýzy

Jak je patrné z analýzy, původní firma AB se v roce 2009 dostala do hluboké ztráty, následkem špatné finanční situace v insolvenci, core-business je koupen novými majiteli (vzniká firma XY) a původní firma AB přechází do likvidace. Nově vzniklá firma XY v roce 2010 stabilizovala svoji finanční situaci, avšak nevytvářela zisk, v roce 2011 pak hospodaří se ziskem. Finanční analýza prokázala její dobrou platební schopnost. Míra zadlužení odpovídá obvyklé výši v odvětví. Existuje jistý nesoulad mezi dobou splatnosti pohledávek a závazků – způsobený požadavkem některých dodavatelů na zálohové platby. Rentabilita celkových aktiv i vlastního kapitálu se ze záporných čísel v roce 2010 ocitá v pozici, která je pro majitele zisková. Dle Altmanova modelu i indexu IN01 však firma stále patří mezi podniky s nevyhraněnou finanční situací. Pokud si firma zachová i do budoucna výši ukazatelů na úrovni obdobné roku 2011, lze konstatovat předpoklad going concern.

10 FINANČNÍ PLÁN PODNIKU XY

Finanční plán je základem pro ocenění podniku výnosovými metodami. Pro účely projektu na základě provedené strategické analýzy vypracuji finanční plán pro období 2012 – 2016. Pro konstrukci plánované ziskové marže na úrovni KPHV byla nezbytná i analýza údajů původní firmy AB. V minulosti byl v podniku každoročně sestavován plán na rok + dva (Budget), jehož součástí byl i finanční plán. Z důvodu současných tržních turbulencí firma od tříletých plánů upustila a sestavuje plány roční. Vypracovaný finanční plán pro období 2012 – 2016 tedy není oficiálním firemním dokumentem.

10.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Za generátory hodnoty se považuje soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. (Mařík, 2011, s. 125) V projektu jsem použila následující generátory hodnoty:

- tržby
- provozní zisková marže
- investice do pracovního kapitálu
- investice do dlouhodobého majetku

10.1.1 Tržby

Pro odhad tempa růstu tržeb jsem provedla analýzu historické výše tržeb v letech 2004 – 2011. Pokud vyloučím krizový rok 2009, který by hodnotu velmi zkreslil, zaznamenala jsem průměrný meziroční růst tržeb ve výši 3,6%.

Tab. 29. Vývoj tempa růstu tržeb 2005 – 2011 (Vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	SK 2004	SK 2005	SK 2006	SK 2007	SK 2008	SK 2009	SK 2010	SK 2011
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	3 103 490	3 079 243	2 958 007	3 140 990	2 496 427	1 357 752	1 424 178	1 930 882
Meziroční tempo růstu	x	-0,78%	-3,94%	6,19%	-20,52%	-45,61%	4,89%	35,58%
						vyloučíme		
Průměrné tempo růstu tržeb						**3,6%**		

10.1.1.1 Prognóza tržeb 2012 – 2016

Prognóza tržeb pro období 2012 – 2016 vychází z provedené makroekonomické a strategické analýzy a z předpokládaných nárůstů objemu prodeje jednotlivých produktů. Výše

tržeb pro rok 2012 i 2013 je již stanovena s ohledem na skutečnost poměrně přesně a znamená růst tržeb po oba roky v porovnání s rokem 2011 v rozmezí 10 - 13%. I v dalších letech plánu je očekáván vyšší růst tržeb, než prokázala analýza vývoje průměrného tempa růstu tržeb v období 2004 – 2011 v souvislosti s postupným obnovováním kontraktů. I přes předpokládaný růst však společnost v tomto časovém horizontu velmi pravděpodobně nedosáhne úrovně tržeb z roku 2007, které přesáhly 3 mld. Kč. Po roce 2016 předpokládám ustálení tempa růstu tržeb pouze na úrovni inflace, tedy cca 2%.

Tab. 30. Prognóza vývoje tržeb za vlastní výrobky a služby 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

SK 2011 [t]	Výrobek	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
9 916	X	32,6%	18,4%	12,4%	5,7%	5,4%
7 235	Y	0,3%	5,3%	2,6%	2,4%	0,2%
2 607	Z	-44,4%	2,1%	4,7%	4,5%	3,7%
celkem 19 758 t	průměrný růst v % *	**10,63%**	**12,98%**	**8,89%**	**4,67%**	**3,82%**
1 930 882 tis. Kč	**celkové realizovatelné tržby (tis. Kč)**	**2 136 145**	**2 413 400**	**2 627 914**	**2 750 563**	**2 855 621**

**Celkový průměrný nárůst vypočítán jako vážený aritmetický průměr nárůstu celého sortimentu.*

V tab. 31. uvádím očekávaný podíl jednotlivých produktů na celkových tržbách.

Tab. 31. Očekávaný podíl produktů na celkových tržbách (Vlastní zpracování)

Produkt	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
X	60,2%	63,1%	65,1%	65,7%	66,7%
Y	33,2%	30,9%	29,2%	28,5%	27,5%
Z	6,6%	6,0%	5,8%	5,8%	5,7%
Celkem	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

U tržeb za prodané zboží se předpokládá spíše redukce počínaje rokem 2012 na cca 1/3 realizovaných tržeb z roku 2011. Pro další období se přepokládá setrvalý stav tržeb za tento spíše doplňkový sortiment zboží ve výši cca 12 mil. Kč. Marže cca 1,5 %.

Tab. 32. Prognóza vývoje tržeb za zboží 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

SK 2011 (tis. Kč)	x	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
x	růst v %	-75,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
49 006	**Celkové realizované tržby za zboží (tis. Kč)**	**12 178**	**12 178**	**12 178**	**12 178**	**12 178**

10.1.2 Provozní zisková marže

Provozní ziskovou marži ve finančním plánu jsem opět modelovala s ohledem na její historický vývoj. V minulosti (pokud vyloučím krizový rok 2009, který by řadu velmi zkreslil) dosahovala v průměru 9,5%. KPHV (korigovaný provozní hospodářský výsledek) získám, pokud z provozního výsledku hospodaření odečtu tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Tab. 33. Vývoj provozní marže v letech 2005 – 2011(Vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	SK 2005	SK 2006	SK 2007	SK 2008	SK 2009	SK 2010	SK 2011
KPHV před odpisy a daní	396 502	340 646	344 586	-2 457	-578 086	133 608	237 009
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	3 079 243	2 958 007	3 140 990	2 496 427	1 357 752	1 424 178	1 930 882
Provozní zisková marže = KPHV před odpisy a daní / Tržby	12,88%	11,52%	10,97%	-0,10%	-42,58%	9,38%	12,27%
					vyloučíme		
Průměrné tempo růstu provozní ziskové marže				**9,5%**			

10.1.2.1 Prognóza ziskové marže shora 2012 - 2016

Dle závěrů analýzy a vlivu faktorů intenzity konkurence předpokládám spíše ustálení výše ziskové marže na historických hodnotách. Průměrná výše ziskové marže v období 2005 – 2011 byla 9,5 %. Z tohoto pohledu se domnívám, že predikovaná výše ziskové marže pro období 2012 – 2016 je reálná. Tento předpoklad je podpořen skutečností, že podnik má v současné době stále nevytížené kapacity, což jej zatěžuje nevyužitými fixními náklady. Díky působení provozní páky očekávám, že zvýšení výroby a tržeb povede k nižšímu růstu celkových nákladů (s růstem výroby se budou zvyšovat pouze variabilní náklady), což bude mít na provozní marži pozitivní vliv.

Tab. 34. Prognóza vývoje ziskové marže 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč.)	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
Korigovaný provozní HV před odpisy a daní	236 628	244 560	247 263	255 775	263 091
Provozní zisková marže	**11,08%**	**10,13%**	**9,41%**	**9,30%**	**9,21%**
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 136 145	2 413 400	2 627 914	2 750 563	2 855 621

10.1.3 Investice do pracovního kapitálu

Obsahem položky pracovní kapitál jsou následující kategorie:

- zásoby
- pohledávky
- krátkodobý finanční majetek
- krátkodobé závazky (vyjma krátkodobých úvěrů)

Vymezení pracovního kapitálu jako generátoru hodnoty je v tomto případě odlišné od klasického vymezení pracovního kapitálu používaného ve finanční analýze:

- od oběžných aktiv odečítám pouze neúročený cizí kapitál
- započítávám pouze veličiny v provozně nutném rozsahu
- krátkodobý finanční majetek v provozně nutné výši určuji jako 15% krátkodobých závazků, finanční majetek nad tuto výši uvažuji jako provozně nepotřebný

10.1.3.1 Prognóza výše provozně nutného pracovního kapitálu

Při modelaci pracovního kapitálu pro účely finančního plánu vycházím z dob obratu roku 2011 uvedených v tab. 35., které mírně modifikuji.

Tab. 35. Doby obratu prov. nutného prac. kapitálu z tržeb 2011–2016 (Vlastní zpracování)

Položka (dny)	SK 2011	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
Zásoby (provozně potřebné)	52	53	54	54	54	54
Krátkodobé pohledávky (provozně potřebné)	66	68	68	68	68	68
Krátk. závazky (bez úročených CZ)	21	22	25	25	25	25

Tab. 36. Prognóza výše ČPK 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
Zásoby (provozně potřebné) (+)	312 446	357 691	389 484	407 662	423 233
Krátkodobé pohledávky (provozně potřebné) (+)	399 680	449 191	489 117	511 945	531 499
Krátkodobý finanční majetek (provozně potřebný) (+)	45 023	54 421	56 673	57 961	59 064
Krátkodobé závazky (bez úročených CZ) (-)	129 511	168 938	183 954	192 539	199 893
Ostatní aktiva (ČRA) (+)	691	691	691	691	691
Ostatní pasiva (ČRP) (-)	0	0	0	0	0
ČPK (provozně nutný)	**628 329**	**693 056**	**752 012**	**785 720**	**814 593**

Nyní namodeluji změnu stavu zásob vlastní činnosti (nedokončené výroby a výrobků).

Tab. 37. Modelace změny stavu zásob vlastní výroby (Vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	SK2011	FC2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
Změna stavu zásob vlastní činnosti (tis. Kč)		***6 408***	***7 240***	***7 884***	***8 252***	***8 567***
Zásoby	**286 177**	**312 446**	**357 691**	**389 484**	**407 662**	**423 233**
Materiál	109 636	123 896	154 458	183 954	192 539	199 893
Nedokončená výroba a polotovary	*87 155*	*90 359*	*93 979*	*97 921*	*102 047*	*106 331*
Výrobky	*58 337*	*61 541*	*65 161*	*69 103*	*73 229*	*77 512*
Zboží	136	136	136	136	136	136
Poskytnuté zálohy na zásoby	30 913	36 513	43 957	38 370	39 710	39 360

Vycházím z předpokladu, že skladové zásoby materiálu se pohybují kolem 6 – 7% z tržeb, zásoby nedokončené výroby a výrobků porostou úměrně tržbám, zásoby zboží budou na úrovni roku 2011 a poskytnuté zálohy budou z výše 28 – 29% z objemu materiálových zásob v letech 2012 – 2013 klesat na cca 20 – 21% z objemu materiálových zásob po zbytek plánu.

10.1.4 Prognóza vývoje dlouhodobého majetku a odpisů

Tab. 38. Modelace vývoje stálých aktiv 2012 – 2016 Vlastní zpracování podle interních materiálů)

Položka majetku (tis. Kč)	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
Nehmotný investiční majetek	**64 712**	**63 537**	**62 537**	**61 537**	**60 537**
Software	5 269	4 094	3 094	2 094	1 094
Nedokončený DNM (prov.nepotřebný)	59 443	59 443	59 443	59 443	59 443
Hmotný investiční majetek	**290 734**	**266 361**	**252 804**	**249 219**	**254 608**
Pozemky	16 512	16 512	16 512	16 512	16 512
Stavby	613 251	581 691	579 872	577 965	576 057
Samostatné věci movité a soubory movitých věcí	437 524	360 915	285 107	219 270	162 408
Nedokončený dl. hmotný majetek	1 453	21 089	21 000	21 000	21 000
Poskytnuté zálohy na dl. hmotný majetek	996	996	996	996	996
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-779 002	-714 842	-650 683	-586 524	-522 365
Finanční investice (provozně nepotřebné)	**70 784**	**70 784**	**70 784**	**70 784**	**70 784**
Odpisy hmotného a nehmotného majetku	*119 773*	*110 796*	*99 716*	*89 745*	*80 770*

Při predikci vývoje DM jsem vycházela z konzultací s pracovníkem firmy, který má na starosti uvádění a odpisy majetku. Modelace vychází ze skutečnosti, že firma po dobu plánu bude investovat v řádu 21 mil. Kč ročně do hmotného majetku. Vyšší investice vzhle-

dem k nenaplněné kapacitě firmy, modernímu zařízení a s ohledem na limit stanovený bankou nejsou plánovány. Výše hmotného investičního majetku je dále ovlivněna záporným oceňovacím rozdílem k nabytému majetku, který vzniknul při prodeji firmy jako rozdíl mezi znaleckým oceněním podniku nabytého vkladem a souhrnem ocenění majetku v účetnictví vkládající účetní jednotky sníženým o převzaté závazky. I když oceňovací rozdíl v podstatě představuje matematický rozdíl přiřaditelný k různým majetkovým složkám, je prováděcí vyhláškou zahrnut pod skupinu dlouhodobého hmotného majetku (§ 7 vyhlášky č. 500/2002 Sb.) Tento záporný oceňovací rozdíl bude každý měsíc průběžně umořován do provozních výnosů ve výši 5 346,5 tis. Kč (po dobu 15 let od jeho vzniku).

10.2 Prognóza ostatních nákladů a výnosů

Pro účely finančního plánu namodeluji další nákladové a výnosové položky do úrovně provozního výsledku hospodaření, a dále nákladové a výnosové úroky. Ve většině případů vycházím ze skutečnosti roku 2011 a zachovávám, či pouze mírně modifikuji procentuální výši poměru k rozvrhové základně, nebo absolutné výši položky. Položky ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady mají fixní charakter, hodnoty z forecastu pro rok 2012 použiji i pro další roky plánu. Při určení výše ostatních neprovozních položek – tržeb z prodeje investičního majetku a materiálu, zůstatkové ceny investičního majetku a materiálu a ostatních finančních výnosů a nákladů vycházím z FC pro rok 2012 a hodnoty zachovám i pro další období plánu.

Tab. 39. Modelace ostatních nákl./výnosových položek 2012 - 2016 (Vlastní zpracování)

Položka (výpočet)	SK 2011	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
Výkonová spotřeba (výkonová spotřeba/výkony)	80,64%	81,53%	81,95%	82,46%	82,47%	82,48%
Osobní náklady (osobní náklady/tržby)	10,23%	10,23%	10,43%	10,44%	10,44%	10,44%
Daně a poplatky (% z tržeb)	0,09%	0,07%	0,06%	0,06%	0,06%	0,05%
Ostatní provozní výnosy (fixní výše v tis. Kč.)	454 159	454 159	454 159	454 159	454 159	454 159
Ostatní provozní náklady (fixní výše v tis. Kč)	393 875	393 875	393 875	393 875	393 875	393 875
Nákladové úroky (% z úročených CZ)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Výnosové úroky (% z krátkodobého FM na BÚ)	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Prognóza cizích zdrojů

10.2.1 Rezervy, dlouhodobé závazky

Podnik tvoří rezervy na neshodné výrobky, výši rezerv zachovám ve stejné hodnotě jako z roku 2011. Položku dlouhodobé závazky tvoří podřízený dluh vůči akcionářům společ-

nosti. Tento závazek není úročený a jeho výše pravděpodobně zůstane po dobu plánu na hodnotě z roku 2011.

10.2.2 Bankovní úvěry a výpomoci

Podnik využívá ke svému financování cizí úročené zdroje – konkrétně dlouhodobý bankovní úvěr a kontokorent. Dlouhodobý úvěr bude splacen v roce 2014. Pro udržení likvidity společnost bude i nadále využívat kontokorentní úvěr ve výši cca 194 mil. Kč.

10.3 Finanční plán 2012 – 2016

Finanční plán integruje všechny veličiny, které byly prognózovány v předcházejících kapitolách. Finanční plán se skládá z: rozvahy, výkazu zisku a ztrát a z cash-flow. Ve výkazu zisku a ztráty vypočítám korigovaný výsledek hospodaření - KPHV (pro srovnání a kontrolu však také klasický EBIT a EAT). Ve výkazu cash flow opět použiji KPHV, kde počítám s volným cash flow za provozní činnost. Výkazy se nacházejí v příloze.

10.4 Finanční analýza finančního plánu

Správnost a použitelnost sestaveného finančního plánu jsem ověřila finanční analýzou, která se nachází v příloze. I v této analýze finančního plánu uvažuji hodnotu podřízeného dluhu (dlouhodobé závazky) za vlastní kapitál (viz. zdůvodnění tohoto postupu v kap. 11.1.1.2).

10.5 Závěr k finančnímu plánu

Výše uvedený finanční plán pro období 2012 – 2016 byl sestaven pouze na základě provedených analýz (makroekonomické, strategické a finanční) a na základě dostupných interních informací o budoucím vývoji trhu. Hospodářský výsledek i rozvahové veličiny jsem modelovala v souladu s principem opatrnosti a s ohledem na reálné výsledky, které firma dosahovala v minulosti.

Na základě provedené finanční analýzy finančního plánu pro období 2012 - 2016 lze konstatovat, že podnik pro plánované období splňuje předpoklad going concern a pro jeho ocenění lze využít výnosových metod.

11 STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL PODNIKU XY

11.1 Stanovení nákladů na vlastní kapitál různými metodami

Pro odhad nákladů vlastního kapitálu jsem se rozhodla použít dvě metody:

- model CAPM
- model INFA

11.1.1 Model oceňování kapitálových aktiv – model CAPM

Princip modelu je podrobněji objasněn v teoretické části diplomového projektu v kap. 3.4.3.1. Pro kalkulaci použijí vzorec:

$$Nvk = r_f + \beta * RPT + RPZ \quad (23)$$

Nyní určím jednotlivé hodnoty, které následně dosadím do vzorce.

11.1.1.1 Bezriziková výnosová míra (r_f)

Bezrizikovou výnosovou míru jsem stanovila jako vážený průměr výnosů středně a dlouhodobých státních dluhopisů České republiky. Výsledná bezriziková úroková míra činí **4,27%.**

Tab. 40. Výpočet bezrizikové výnosové míry (Vlastní zpracování podle Patria Finance, 2012)

Emisní kalendář střednědobých a dlouhodobých SD				
název emise	datum splat-nosti	objem (Kč) = váha	úrok %	váha * úrok
St. dluhop. 4,20/36	4. 12.2036	2 007 469,00	4,20	8 431 370
St. dluhop. 4,70/22	12.9.2022	5 525 591,00	4,70	25 970 278
St. dluhop. 3,75/20	12.9.2020	6 804 840,00	3,75	25 518 150
St. dluhop. 3,60/18	18.8.2018	4 703 544,00	3,60	16 932 758
St. dluhop. 4,00/17	11.4.2017	6 937 548,00	4,00	27 750 192
St. dluhop. 6,95/18	26.1.2016	3 500 000,00	6,95	24 325 000
St. dluhop. 3,80/15	11.4.2015	6 233 900,00	3,80	23 688 820
Vážený průměr = bezriziková úroková míra r_f				**4,27 %**

11.1.1.2 Koeficient beta (β)

Výchozím bodem pro stanovení koeficientu beta bylo zjištění beta koeficientu odvětví Rubber & Tires, se kterým je společnost silně propojena, uvedeného na webových stránkách profesora Damodarana.

Tab. 41. Nezadlužená β (Damodaran, 2012)

Industry name	Number of firms	**β**	**Unlevered β**
Rubber& Tires	96	1,93	**1,46**

Pro větší přesnost výpočtu nepoužiji již stanovenou výši zadlužené bety (1,93), ale přepočítám její výši při zohlednění uvažované struktury financování v jednotlivých letech finančního plánu. Použiji vzorec (Mařík, 2011, s. 225):

$$\beta_z = \beta_n * \left[1 + (1 - t) * \frac{CzK}{VK}\right] \quad (24)$$

kde:

β_z = beta zadlužené společnosti

β_n = beta nezadlužené společnosti

t = sazba daně ze zisku

CzK = cizí úročený kapitál

VK = vlastní kapitál

Při stanovení výše zadlužené bety jsem musela řešit specifický problém způsobený položkou v pasivech. Jedná se o dlouhodobý závazek ve výši 407 265 tis. Kč, který firma zařazuje do cizích zdrojů. Jde o tzv. podřízený dluh, který má firma vůči svým akcionářům. Jedná se o neúročený dluh – avšak přikláním se k názoru Mařík (2011, s. 168) a při výpočtu nákladů na kapitál ho budu považovat za úročený kapitál. Při výpočtu zadlužené bety a dále při výpočtu WACC budu tyto peněžní prostředky uvažovat jako ekvivalent vlastního kapitálu, protože de facto se jedná o peníze akcionářů, a bylo by chybou takto vysokou částku opomenout. Tento závazek tedy zatížím odhadnutou výší nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 42. Výpočet zadlužené β (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 235)

Položka	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
beta nezadlužená	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
daň z příjmu	19%	19%	19%	19%	19%
cizí úročený kapitál	324 428	272 943	209 682	193 867	193 867
vlastní kapitál	906 509	1 002 045	1 111 612	1 237 546	1 377 583
beta zadlužená	**1,88**	**1,78**	**1,68**	**1,65**	**1,63**

11.1.1.3 Riziková prémie trhu (RPT)

Riziková prémie je dána rozdílem výnosnosti tržního portfolia, které je zatíženo rizikem a bezrizikové výnosové sazby. Údaje jsem čerpala z webových stránek profesora Damodarana. Riziková prémie trhu: **5,52 %.** (Damodaran, 2012).

11.1.1.4 Riziková prémie země (RPZ)

Ratingové ohodnocení České republiky v roce 2012 dle Moody´s: A1 (Patria Finance, 2012)

Riziková prémie země je definována jako součin rizika selhání země a podílu volatility trhu akcií a vládních dluhopisů zvýšené, resp. snížené o rozdíl v dlouhodobě prognózované inflaci mezi danými zeměmi. (Mařík 2011, s. 219) Vzorec (Pratt, Grabowski, 2010, s. 390):

$$RPZ = RSZ * \frac{\sigma_{akcií}}{\sigma_{dluhopisů}} + (\pi_{ČR} - \pi_{USA}) \quad (25)$$

kde:

RSZ = riziko selhání země

σ = volatilita trhu akcií resp. vládních dluhopisů

π = dlouhodobá prognóza míry inflace v daných zemích

Pro účely diplomového projektu jsem použila hodnotu Risk Premium pro ČR z webových stránek prof. Damodarana, která činí: **1,28%.** (Damodaran, 2012).

11.1.1.5 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM

Nyní mohu zjištěné údaje dosadit do vzorce CAPM a vypočítat odhad nákladů na vlastní kapitál pro období 2012 – 2016.

Tab. 43. Kalkulace nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 233)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016
Bezriziková sazba (r_f)	4,27%	4,27%	4,27%	4,27%	4,27%
Zadlužená beta (β)	1,88	1,78	1,68	1,65	1,63
Riziková prémie trhu (RPT)	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%
Riziková prémie země (RPZ)	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%
Odhad nákladů na vlastní kapitál	**15,95%**	**15,39%**	**14,84%**	**14,63%**	**14,53%**

11.1.2 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou INFA

Princip modelu INFA je podrobně popsán v teoretické části projektu v kap. 3.4.3.2. V tab. 44. uvádím výpočet nákladů na vlastní kapitál dle metodiky Inky a Ivana Neumaierových. Pro výpočet jsem použila údaje z forecastu pro rok 2012 (rozvaha, výsledovka z finančního plánu).

Tab. 44. Výpočet nákladů na vlastní kapitál dle modelu INFA (Vlastní zpracování podle Kislingerová, 2010, s. 201)

Fak-tor	Konstrukce				Přiráž-ka	Komentář
$r_{f\ 2012}$					4,27%	Bezriziková úroková míra - výnosnost 10-ti le-tých státních dluhopisů
$r_{pod\ 2012}$	EBIT	A	EBIT / A		0,0%	Podnikatelské riziko - souvisí s aktivitou, ob-chodní činností a trhem, tj. EBIT/A musí být větší než: (Ú/úpl.CZ) * (VJ + úpl.CZ/ A) = 0,05 (hod-nota za rok 2012), jinak přirážka = 12,5%
	116 444	1 366 748	0,085			
$r_{fin.\ str.\ 2012}$	EBIT	Nákladové úroky	EBIT / N.úroky		0,0%	Finanční riziko - souvisí s finanční strukturou, tj. EBIT/nákladové úroky, pokud větší nebo rovno 3 => přirážka = 0%, jinak přirážka = 10%
	116 444	17 844	6,53			
$r_{fin.\ stab.\ 2012}$	OA	Kr. zá-vazky	Kr. úvěry	OA / Kr.z.+kr.ú.	0,0%	Finanční riziko - souvisí s běžnou likvidtou, tj. OA/(Kr. závazky a Kr. bankovní úvěry), pokud výsledek je v intervalu 1,5 - 2 a více => přirážka = 0%
	939 827	129 511	193 867	2,91		
r_{LA2012}	neobchodovatelnost				1,85%	Likvidita akcie - souvisí s rizikem vlastníků z rychlosti převodu akcií, pokud UZ > 100 mil., ale < 3 mld. Kč, pak výpočet: (3 mld. Kč - UZ)^2/168,2
r_{e2012}	**Kalkulace nákladů na vlastní kapitál**				**6,12%**	Součet všech přirážek

11.1.3 Závěr k nákladům vlastního kapitálu

Náklady na vlastní kapitál jsem vypočítala dvěma metodami – CAPM a INFA. Z dostupné literatury lze vyvodit doporučení pro využití CAPM jako podkladu pro kalkulaci diskontní míry. CAPM je označován zatím jako jediný teoreticky podložený a zároveň ve světové oceňovací praxi uznávaný způsob, jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění. (Mařík, 2011, s. 233) Z toho důvodu stanovuji váhy pro použití kalkulovaných nákladů na vlastní kapitál následovně:

CAPM = 100%

INFA = 0%

11.2 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Při stanovení nákladů na cizí kapitál (úplatné zdroje) jsem vycházela z rozvahy a výsledovky podniku k 31. 12. 2011.

Tab. 45. Stanovení nákladů na cizí kapitál (Vlastní zpracování)

Bankovní úvěry dlouhodobé + krátkodobé k 31. 12. 2011	388 234
Nákladové úroky 2011	21 357
Náklady cizího kapitálu	**5,50%**

Úrok 5,5 % použiji pro modelaci výše nákladových úroků ve finančním plánu pro období 2012 – 2016.

11.3 Stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál – WACC

Jak jsem již zmínila v kap. 11.1.1.2., připočítám k výši vlastního kapitálu položku dlouhodobých závazků (podřízený dluh vůči akcionářům) ve výši 407 265 tis. Kč. I přesto, že se jedná o neúročený závazek, budu se řídit doporučením Maříka (2011, s. 168) a zahrnu tuto hodnotu do výpočtu WACC.

Tab. 46. Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál – WACC (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 253)

Položka (tis. Kč)	**FC 2012**		**PL 2013**		**PL 2014**		**PL 2015**		**PL 2016**	
	Hodnota kapitálu	**Váha**	**Hodnota kapitálu**	**Váha**	**Hodnota kapitálu**	**Váha**	**Hodnota kapitálu**	**Váha**	**Hodnota kapitálu**	**Váha**
VK k 31.12.	906 509	73,64%	1 002 045	78,59%	1 111 612	84,13%	1 237 546	86,46%	1 377 583	87,66%
CK k 31.12.	324 428	26,36%	272 943	21,41%	209 682	15,87%	193 867	13,54%	193 867	12,34%
Úplatný kapitál celkem	1 230 937	100 %	1 274 988	100 %	1 321 294	100 %	1 431 413	100 %	1 571 450	100 %
Daňová sazba	19%		19%		19%		19%		19%	
NCK	5,50%		5,50%		5,50%		5,50%		5,50%	
NVK dle CAPM	**15,95%**		**15,39%**		**14,84%**		**14,63%**		**14,53%**	
WACC	**12,92%**		**13,05%**		**13,19%**		**13,25%**		**13,29%**	

12 OCENĚNÍ PODNIKU XY VÝNOSOVÝMI METODAMI

12.1 Metoda DCF Entity (FCFF)

Pro účely ocenění metodou FCFF použiji dvoufázovou metodu výpočtu: propočítám volné peněžní toky pro období 2012 – 2016 finančního plánu a dále jejich současné diskontované hodnoty za plánované období – jejich součtem získám hodnotu 1. fáze ocenění. Následně vypočítám hodnotu 2. fáze, kterou opět diskontuji pomocí WACC na současnou hodnotu. Součtem 1. a 2. fáze získám hodnotu podniku brutto, pokud odečtu úročené cizí zdroje k datu ocenění, získám hodnotu podniku netto, po přičtení neprovozních aktiv k hodnotě netto získám hodnotu vlastního kapitálu.

12.1.1 Výpočet hodnoty 1. fáze 2012 – 2016

V tab. 47. uvádím způsob výpočtu výše investic do provozně nutných aktiv a provozně nutného pracovního kapitálu. Získané hodnoty použiji při výpočtu volných peněžních toků. Celková výše DNM je tvořena pouze provozní výší aktiv, zbytek nezahrnuji, protože se jedná o nedokončené investice (zmařená investice). Také ostatní položky majetku a závazků jsou zahrnuty pouze v provozně nezbytné výši.

Tab. 47. Výpočet výše investic do provozně nutných stálých aktiv a pracovního kapitálu (=NOA) (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 174 - 176)

Položka (tis. Kč)	SK 2011	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
Dlouhodobý nehmotný majetek (+)	5 184	5 269	4 094	3 094	2 094	1 094
Dlouhodobý hmotný majetek (+)	334 966	290 734	266 361	252 804	249 219	254 608
Dlouhodobý majetek provozně nutný	**340 150**	**296 003**	**270 455**	**255 898**	**251 313**	**255 702**
Zásoby (+)	286 177	312 446	357 691	389 484	407 662	423 233
Pohledávky (+)	359 383	399 680	449 191	489 117	511 945	531 499
Provozně nutná výše peněz (+)	34 876	45 023	54 421	56 673	57 961	59 064
Ostatní aktiva (časové rozlišení) (+)	691	691	691	691	691	691
Krátkodobé závazky (neúročené) (-)	111 908	129 511	168 938	183 954	192 539	199 893
Ostatní pasiva (čas. rozlišené pasivní) (-)	0	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	**569 219**	**628 329**	**693 056**	**752 012**	**785 720**	**814 593**
Investovaný kapitál provozně nutný	**909 369**	**924 332**	**963 511**	**1 007 910**	**1 037 033**	**1 070 295**
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPHV)	**x**	**94 653**	**108 349**	**119 513**	**134 485**	**147 680**
Odpisy	x	119 773	110 796	99 716	89 745	80 770
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	x	64 159	64 159	64 159	64 159	64 159
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku = DM_t - DM_{t-1} + odpisy	**x**	**11 467**	**21 089**	**21 000**	**21 000**	**21 000**
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu = PK_t - PK_{t-1} (-)	**x**	**59 110**	**64 727**	**58 956**	**33 708**	**28 874**

Nyní vypočítám volné peněžní toky pro období plánu a současnou hodnotu 1. fáze:

Tab. 48. Výpočet volných peněžních toků pro období 2012 – 2016 (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 176)

Položka (tis. Kč)	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
Korigovaný PHV před zdaněním	116 855	133 765	147 547	166 030	182 321
Upravená daň (-)	22 203	25 415	28 034	31 546	34 641
Korigovaný PHV po dani	***94 653***	***108 349***	***119 513***	***134 485***	***147 680***
Odpisy (+)	119 773	110 796	99 716	89 745	80 770
Odpis oceňovacího rozdílu příp. goodwilu k úplatně nabytému majetku (-)	64 159	64 159	64 159	64 159	64 159
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-11 467	-21 089	-21 000	-21 000	-21 000
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-59 110	-64 727	-58 956	-33 708	-28 874
Celkem FCFF	**79 689**	**69 170**	**75 114**	**105 362**	**114 418**
Odúročitel pro diskontní míru	0,8856	0,7825	0,6896	0,6079	0,5358
Současná hodnota 1. fáze	**70 572**	**54 122**	**51 796**	**64 052**	**61 311**
Současná hodnota 1. fáze (kumulace)	**301 852**				

12.1.2 Výpočet hodnoty 2. fáze (pokračující hodnota)

Hodnota 2. fáze je označována jako pokračující hodnota. Pokračující hodnotou se rozumí současná hodnota očekávaných peněžních toků od konce 1. fáze (období finančního plánu) až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení 1. fáze.

Předpoklady použité pro výpočet volných peněžních toků 2. fáze:

- Uvažuji stabilizaci společnosti v parametru růstu volného peněžního toku na úrovni g = 2%. Výši g jsem stanovila s ohledem na dlouhodobý cíl Evropské centrální banky pro udržení tempa růstu cen v rámci zemí eurozóny kolem 2%. (ECB, 2012) Vyššího růstu společnosti dle mého názoru není možné v dlouhodobém horizontu dosáhnout z důvodu naplnění výrobní kapacity a potenciálních rizik trhu.
- Diskontní míru použiji z posledního roku 1. fáze, tedy ve výši 13,29%.
- Volný peněžní tok v prvním roce 2. fáze odpovídá KPHV po dani zvýšeného o očekávané tempo růstu g a sníženého o očekávané investice ve výši 2% z investovaného provozně nutného kapitálu z roku 2016.

Vzorec pro výpočet FCFF v prvním roce druhé fáze (rok 2017) *(Mařík, 2011, s. 203)*

Investice netto $_{2017}$ = Investovaný kapitál provozně nutný $_{2016}$ * g =

= 1 070 295 *0,02 = 21 406 tis. Kč (26)

$FCFF_{2017}$ = ($KPVH_{2016}$ * g) – investice $netto_{2017}$ = (147 680*1,02) – 21 406 = **129 228 tis. Kč** (27)

Vzorec pro výpočet pokračující hodnoty

Pro výpočet pokračující hodnoty použiji Gordonův vzorec (Mařík, 2011, s. 204):

PH = $FCFF_{2017}$ / (i_k - g) = 129 228 / (0,1329 – 0,02) = **1 144 624 tis. Kč**. (28)

Současná hodnota PH = (PH/(1+0,1329)^5) = **613 345 tis. Kč** (29)

V tab. 48. sčítám diskontovanou hodnotu 1. i 2. fáze, dostávám hodnotu podniku brutto. Od hodnoty podniku brutto odečtu cizí úročený kapitál, získám hodnotu netto, po přičtení neprovozního majetku k hodnotě netto získám výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tab. 498. Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu dle DCF Entity k 1. 1. 2012 (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 202 - 205)

Současná hodnota 1. fáze = součet diskontovaných volných peň. toků 2012–2016 (+)	*301 852*
Současná hodnota 2. fáze = ((PH/(1+0,1329)^5) (+)	*613 345*
= Provozní hodnota brutto (tis. Kč.)	**915 197**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění (-)	**388 234**
= Provozní hodnota netto (tis. Kč.)	**526 963**
Neprovozní majetek k datu ocenění (+)	253 462
Výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2012 dle DCF Entity (tis. Kč)	***780 425***

Pozn.: výsledek je uveden při výpočtech bez zaokrouhlování, výpočty provedeny v excelu.

12.2 Metoda EVA Entity

Při stanovení hodnoty podniku dle metody EVA Entity použiji dvoufázovou metodu výpočtu: vypočítám hodnoty EVA pro 1. fázi (plán 2012 – 2016) a tyto hodnoty následně diskontuji na současnou hodnotu pomocí WACC. Vypočítám výši pokračující hodnoty jako perpetuitu a opět provedu diskontování na současnou hodnotu. K součtu 1. a 2. fáze připočítám NOA k datu ocenění, získám provozní hodnotu brutto, poté odečtu úročený cizí kapitál k datu ocenění – získám hodnotu netto, k hodnotě netto přičtu neprovozní aktiva a získám výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

12.2.1 Výpočet hodnoty 1. fáze 2012 – 2016

V tab. 50. provádím výpočet hodnot 1. fáze, diskontní míru WACC použiji ve stejné výši jako u metody DCFF. Jako NOA uvažuji výši provozně nutných stálých aktiv a čistého pracovního kapitálu pro období 2012 – 2016 (viz. tab. 47). Za NOPAT považuji KPHV po dani.

Tab. 50. Výpočet EVA pro období 2012 – 2016 (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 302)

Položka (tis. Kč)	SK 2011	FC 2012	PL 2013	PL 2014	PL 2015	PL 2016
NOA k 31.12.	909 369	924 332	963 511	1 007 910	1 037 033	1 070 295
NOPAT (= KPHV po dani)	x	94 653	108 349	119 513	134 485	147 680
WACC	x	12,92%	13,05%	13,19%	13,25%	13,29%
WACC * NOA_{t-1}	x	117 490	120 625	127 087	133 548	137 822
EVA (= NOPAT - WACC * NOA_{t-1})	x	-22 838	-12 276	-7 574	937	9 859
Odúročitel pro diskontní míru	x	0,8856	0,7825	0,6896	0,6079	0,5358
Diskontovaná EVA (tis. Kč)	**x**	**-20 225**	**-9 605**	**-5 223**	**569**	**5 283**
Současná hodnota 1. fáze (kumulace)	**-29 201**					

12.2.2 Výpočet hodnoty 2. fáze (pokračující hodnota)

Nejdříve určím hodnotu EVA v prvním roce 2. fáze (rok 2017) pomocí vztahu (Mařík, 2011, s. 302):

$$EVA_{2017} = NOPAT_{2017} – NOA_{2016} * WACC \quad (30)$$

$$NOPAT_{2017} = NOPAT_{2016} * g \quad (31)$$

g = 2% (uvažovaný růst společnosti pro období počínaje rokem 2017 – viz. kap. 12.1.2.)

EVA_{2017} = 147 680 * 1,02 – 1 070 295 * 0,1329 =

= 150 634 – 142 242 = **8 392 tis. Kč** (32)

<u>Vzorec pro výpočet pokračující hodnoty</u>

Pro výpočet pokračující hodnoty použiji vzorec (Mařík, 2011, s. 302):

PH = EVA_{2017} / (WACC – g) = 8 392/ (0,1329 – 0,02) = **74 329 tis. Kč** (33)

Současná hodnota PH = (PH/$(1+0,1329)^5$) = **39 829 tis. Kč** (34)

V tab. 51. sčítám současnou hodnotu 1. i 2. fáze, dostávám hodnotu podniku brutto. Od hodnoty podniku brutto odečtu cizí úročený kapitál, získám hodnotu netto, po přičtení neprovozního majetku k hodnotě netto získám výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tab. 51. Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu dle EVA Entity k 1. 1. 2012 (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 302)

Současná hodnota 1. fáze = součet diskontovaných EVA 2012 až 2016 (+)	*-29 201*
Současná hodnota 2. fáze = (PH/(1+0,1329)^5) (+)	*39 829*
= MVA	**10 628**
NOA k datu ocenění (+)	909 369
= Provozní hodnota brutto	**919 997**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění (-)	388 234
= Provozní hodnota netto	**531 763**
Neprovozní majetek k datu ocenění (+)	253 462
Výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu dle EVA Entity k 1. 1. 2012 (tis. Kč)	***785 225***

Pozn.: výsledek je uveden při výpočtech bez zaokrouhlování, výpočty provedeny v excelu.

12.3 Syntéza výsledků, stanovení výsledné hodnoty podniku

Hodnoty podniku stanovené 2 metodami se od sebe liší o 4 800 tis. Kč. Rozdíl v poměru k výši hodnot je zanedbatelný. Každé hodnotě přidělím váhu 50% a výslednou hodnotu podniku určím jako vážený aritmetický průměr.

Tab. 52. Syntéza výsledků metod (Vlastní zpracování)

Výsledek DCF Entity (tis. Kč)	**780 425**
Výsledek EVA Entity (tis. Kč)	**785 225**
Rozdíl (tis. Kč)	*4 800*
Váha hodnoty DCF	50%
Váha hodnoty EVA	50%
Vážený aritmetický průměr (tis. Kč)	***782 825***

Výsledná tržní hodnota podniku XY stanovená k 1. 1. 2012 činí:

~ 782 825 tis. Kč ~

ZÁVĚR

Cílem diplomového projektu bylo stanovení tržní hodnoty společnosti XY k 1. 1. 2012. S ohledem na provedenou makroekonomickou, strategickou, finanční analýzu a zdůvodněný finanční plán pro období 2012 - 2016 společnost splnila předpoklad going concern, a proto byly pro ocenění zvoleny výnosové metody oceňování – konkrétně DCF Entity a EVA Entity. Při výpočtu byl u obou metod použit stejný zisk (KPHV = NOPAT), stejné WACC i stejný provozně nutný investovaný kapitál (= NOA), proto vypočítaná výše hodnot vyšla téměř totožná.

Tržní hodnota podniku stanovená pomocí metody DCF Entity činí 780 425 tis. Kč. Hodnota 1. fáze je určena jako součet diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele. Hodnota 2. fáze je stanovena jako perpetuita a vychází z KPHV posledního roku první fáze navýšeného o předpokládaný trvalý růst ve výši 2% a sníženého o čisté investice.

Tržní hodnota podniku stanovená pomocí metody EVA Entity činí 785 225 tis. Kč. Ocenění metodou EVA přináší podniku informaci (kterou např. metoda DCF není schopná zachytit): podle sestaveného plánu nebude společnost v letech 2012 - 2014 tvořit kladnou hodnotu EVA, ale naopak bude hodnotu původní investice snižovat. Z provozní hodnoty brutto je cca 909 mil. vytvořeno již nyní a přibližně 11 mil. je hodnota vytvořená v budoucnosti.

Výsledná tržní hodnota podniku byla určena při váze každé hodnoty 50% váženým aritmetickým průměrem a činí 782 825 tis. Kč.

Tržní hodnota společnosti XY stanovená v diplomovém projektu k 1. 1. 2012 prokázala v porovnání s tržní hodnotou stanovenou znalcem k 31. 10. 2009 nárůst hodnoty firmy jak pro vlastníky, tak i pro věřitele, ve výši cca 74 milionů Kč. Tento nárůst byl způsoben především:

- vlivem kladné a meziročně se zvyšující hodnoty EVA pro vlastníky i věřitele v období 2015 - 2016
- vlivem předpokládaného budoucího trvalého růstu společnosti pro období počínaje rokem 2017 ve výši 2%

Cíle diplomového projektu bylo dle mého názoru dosaženo.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

MAŇÁKOVÁ, Jana. *Analýza nákladových kalkulací ve firmě XY a jejich optimalizace.* Zlín, 2010. Bakalářská práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky, Ústav podnikové ekonomiky.

Monografie:

BLAHA, Zdenek Sid a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2006. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. Praha: Management Press. ISBN 80-7261-145-3.

DLUHOŠOVÁ, Dana at al., 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-68-2.

FIBÍROVÁ, Jana, 2001. *Reporting: moderní metoda hodnocení výkonnosti uvnitř firmy.* Praha: Grada. ISBN 80-247-0066-2.

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o. ISBN 978-80-86929-26-2.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku.* Praha: C. H. Beck, 2. přepr. a rozš. vyd. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2008. *Finanční analýza*: *krok za krokem.* Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7179-713-5.

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

MAŘÍK, Miloš at al. 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy.* 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK, 2001. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku.* Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-36-X.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada. ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera.* Praha: Linde nakladatelství. ISBN 80-86131-63-7.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2010. *Finanční analýza*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3349-4.

PRATT, Shannon P. a Roger J. GRABOWSKI, 2010. *Cost of Capital*. London: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-47605-5.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-3671.

ŠEBESTÍKOVÁ, Viola, 2009. *Účetní operace kapitálových společností*. 2. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-2760-8.

Zákony:

ČESKO. Zákon č. 513/1991 Sb. ze dne 1. ledna 1992 obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1992, část 1, s. 7 - 8. ISBN 978-80-7208-888-1.

Internetové zdroje:

ČESKO. MINISTERSTVO VNITRA. *MV: Ministerstvo vnitra* [online]. MV, ©2012 [cit. 2012-04-01]. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/

Businessinfo.cz [online] 2011 [cit. 2011-12-20]. Dostupné z: http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/archiv-aktualit-pro-podnikatele/firmy-zhorseni-ekonomicke-situace-v-2012/1001627/62901/

Zprávy.kurzy.cz [online] 2012 [cit. 2012-02-20]. Dostupné z: http://zpravy.kurzy.cz/297189-svetova-ekonomika-2012-na-lepsi-casy-se-neblyska-tvrdi-goldman-sachs/

Damodaran.com [online] 2012 [cit. 2012-03-05]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

ČESKO. MINISTERSTVO FINANCÍ. MF: Ministerstvo financí [online] MF, ©2012 [cit. 2012-01-20]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_67590.html

ČESKO. MINISTERSTVO FINANCÍ. MF: Ministerstvo financí [online] MF, ©2012 [cit. 2012-01-20]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/e_pruzkumy_makro_prognoz_66000.html

economywatch.com [online] 2012 [cit. 2012-02-10]. Dostupné z: http://www.economywatch.com/economic-statistics/year/2012/

acea.be [online] 2012 [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: http://www.acea.be/images/uploads/files/20110114_pr_pc_gr2_A4.pdf

csu.cz [online] 2012 [cit. 2012-04-09]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/publ/1109-11-q4_2011

patria.cz [online] 2012 [cit. 2012-04-09]. Dostupné z: http://www.patria.cz/

imaterialy.cz [online] 2012 [cit. 2012-04-12]. Dostupné z: http://www.imaterialy.cz/Prumysl-a-obchod/Euroconstruct-Stavebni-vyroba-CR-v-roce-2012-mirne-klesne.html

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva.
ACEA	European Automobile Manufacturers´Association.
CAPM	Capital asset pricing model (model oceňování kapitálových aktiv).
CERGE-EI	Centrum pro ekonomický výzkum a doktorské studium.
CF	Cash-flow (peněžní tok).
CZ-NACE	Oborová klasifikace ekonomických činností.
ČNB	Česká národní banka.
ČPK	Čistý pracovní kapitál.
ČSOB	Československá obchodní banka.
DCF	Discounted cash flow (diskontovaný peněžní tok)
DTÚ	Dloužení, tepelná úprava.
EBIT	Earnings before interests, taxes (výnosy před úroky a zdaněním).
ECB	Evropská centrální banka.
EVA	Economic value added (ekonomická přidaná hodnota).
EU	Evropská unie.
FC	Forecast (předpoklad).
FCF	Free cash flow (volný peněžní tok).
FCFE	Free cash flow to the equity (volný peněžní tok pro vlastníky).
FCFF	Free cash flow to the firm (volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele).
HDP	Hrubý domácí produkt.
HV	Hospodářský výsledek.
IDW	Německé oceňovací standardy.
INFA	Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů.
KPHV	Korigovaný provozní hospodářský výsledek.

MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí.
MMF	Mezinárodní měnový fond.
MF	Ministerstvo financí.
NCK	Náklady na cizí kapitál.
NVK	Náklady na vlastní kapitál.
NOPAT	Net operating profit after taxes (čistý provozní výsledek po zdanění).
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj.
OZ	Obchodní zákoník.
PEST	Analýza politického, ekonomického, sociálního a technologického prostředí.
PH	Pokračující hodnota.
PL	Plán.
ROA	Return of assets (rentabilita aktiv).
ROC	Return of costs (rentabilita nákladů).
ROE	Return of equity (rentabilita vlastního kapitálu).
RPT	Riziková prémie trhu.
RPZ	Riziková prémie země.
SK	Skutečnost.
WACC	Weighted average cost of capital (průměrné vážené náklady kapitálu).
US-PAP	Americké oceňovací standardy.
UZ	Úplatné zdroje.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Analýza vývoje potenciálu podniku (Mařík, 2011, s. 56) 19
Obr. 2. Metody kalkulace nákladů na vlastní kapitál (Mařík, 2011, s. 216) 32
Obr. 3. Přehled metod oceňování podniku (Dluhošová, 2010, s. 173) 36
Obr. 4. Modely DCF z pohledu budoucích výnosů a vypovídací schopnosti výsledné hodnoty (Kislingerová, 2001, s. 160) 37
Obr. 5. Schéma výrobního procesu (Interní materiály) 50
Obr. 6. Schéma technologie skaní (Interní materiály) 51
Obr. 7. Schéma technologie snování (Interní materiály) 51
Obr. 8. Schéma technologie tkaní (Interní materiály) 52
Obr. 9. Schéma technologie DTÚ (Interní materiály) 52
Obr. 10. Hrubý domácí produkt zemí EA12 – reálný růst v % (Ministerstvo financí, 2012) 57
Obr. 11. Průměrná míra inflace (Ministerstvo financí, 2012) 57
Obr. 12. Cena ropy Brent v USD/barel (Ministerstvo financí, 2012) 58
Obr. 13. Měnový kurz CZK/EUR (Ministerstvo financí, 2012) 58
Obr. 14. Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (Ministerstvo financí, 2012) 59
Obr. 15. Spotřeba domácností (Ministerstvo financí, 2012) 59
Obr. 16. Vztah mezi nově registrovanými auty a růstem HDP v EU (ACEA, 2012) 64
Obr. 17. Ekonomická struktura podniku XY (Vlastní zpracování) 68
Obr. 18. Organizační struktura podniku XY (Vlastní zpracování podle interních materiálů) 68

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (Mařík, 2011, s. 123).....26
Tab. 2. Diskontní míra pro metodu DCF (Kislingerová, 2010, s. 174).....30
Tab. 3. Určení nákladů na vlastní kapitál – stavebnicová metoda (Mařík, 2011, s. 236).....35
Tab. 4. Výpočet peněžního toku pro metodu DCF Entity (Mařík, 2011, s.170) 38
Tab. 5. Výpočet peněžního toku pro metodu DCF Equity (Mařík, 2011, s. 205) 40
Tab. 6. Postup výpočtu EVA Entity (Mařík, 2011, s. 295).....41
Tab. 7. Shrnutí dopadů úprav do NOPAT (Pavelková, Knápková, 2005, s. 260) 41
Tab. 8. Makroekonomické ukazatele ČR 2007 – 2011 (ČSÚ, 2012) 55
Tab. 9. Tržní podíl podniku XY v roce 2011 – technická tkanina X (Interní materiály) 61
Tab. 10. Struktura zákazníků trhu technické tkaniny X (Interní materiály) 61
Tab. 11. Tržní podíl podniku XY v roce 2011 – technická tkanina Y (Interní materiály) 62
Tab. 12. Struktura zákazníků trhu technické tkaniny Y (Interní materiály).....62
Tab. 13. Tržní podíl podniku XY v roce 2011 – technická tkanina Z (Interní materiály) 63
Tab. 14. Struktura zákazníků trhu technické tkaniny Z (Interní materiály).....63
Tab. 15. Prognóza prodeje 2012 – 2016 (Vlastní zpracování).....65
Tab. 16. Atraktivita trhu (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 66) 66
Tab. 17. Kvalita managementu (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 82).....70
Tab. 18. Personální oblast (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 84).....71
Tab. 19. Inovace a výzkum (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 86).....72
Tab. 20. Dlouhodobý majetek a investice (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 88).....73
Tab. 21. Souhrnný profil konkurenční síly (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 89).....74
Tab. 22. Analýza SWOT firmy XY (Vlastní zpracování).....75
Tab. 23. Ukazatele rentability (Vlastní zpracování).....79
Tab. 24. Ukazatele likvidity, rozdílové ukazatele (*Vlastní zpracování)*.....79
Tab. 25. Ukazatele zadluženosti, majetkové a fin. struktury (Vlastní zpracování).....80
Tab. 26. Ukazatele aktivity (Vlastní zpracování).....81

Tab. 27. Altmanův model (Vlastní zpracování) 81
Tab. 28. Index IN01 (Vlastní zpracování) 82
Tab. 29. Vývoj tempa růstu tržeb 2005 – 2011 (Vlastní zpracování) 83
Tab. 30. Prognóza vývoje tržeb za vlastní výrobky a služby 2012 – 2016 (Vlastní zpracování) 84
Tab. 31. Očekávaný podíl produktů na celkových tržbách (Vlastní zpracování) 84
Tab. 32. Prognóza vývoje tržeb za zboží 2012 – 2016 (Vlastní zpracování) 84
Tab. 33. Vývoj provozní marže v letech 2005 – 2011(Vlastní zpracování) 85
Tab. 34. Prognóza vývoje ziskové marže 2012 – 2016 (Vlastní zpracování) 85
Tab. 35. Doby obratu prov. nutného prac. kapitálu z tržeb 2011–2016 (Vlastní zpracování) 86
Tab. 36. Prognóza výše ČPK 2012 – 2016 (Vlastní zpracování) 86
Tab. 37. Modelace změny stavu zásob vlastní výroby (Vlastní zpracování) 87
Tab. 38. Modelace vývoje stálých aktiv 2012 – 2016 Vlastní zpracování podle interních materiálů) 87
Tab. 39. Modelace ostatních nákl./výnosových položek 2012 - 2016 (Vlastní zpracování) 88
Tab. 40. Výpočet bezrizikové výnosové míry (Vlastní zpracování podle Patria Finance, 2012) 90
Tab. 41. Nezadlužená β (Damodaran, 2012) 91
Tab. 42. Výpočet zadlužené β (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 235) 91
Tab. 43. Kalkulace nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 233) 92
Tab. 44. Výpočet nákladů na vlastní kapitál dle modelu INFA (Vlastní zpracování podle Kislingerová, 2010, s. 201) 93
Tab. 45. Stanovení nákladů na cizí kapitál (Vlastní zpracování) 94
Tab. 46. Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál – WACC (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 253) 94
Tab. 47. Výpočet výše investic do provozně nutných stálých aktiv a pracovního kapitálu (=NOA) (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 174 - 176) 95
Tab. 48. Výpočet volných peněžních toků pro období 2012 – 2016 (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 176) 96

Tab. 48. Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu dle DCF Entity k 1. 1. 2012 (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 202 - 205) 97
Tab. 50. Výpočet EVA pro období 2012 – 2016 (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 302) 98
Tab. 51. Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu dle EVA Entity k 1. 1. 2012 (Vlastní zpracování podle Mařík, 2011, s. 302) 99
Tab. 52. Syntéza výsledků metod (Vlastní zpracování) 99
Tab. 53. Rozvaha v plném rozsahu – aktiva 2005 – 2011 (Interní materiály) 111
Tab. 54. Rozvaha v plném rozsahu – pasiva – 2005 – 2011 (Interní materiály) 112
Tab. 55. VZZ 2005 – 2011 (Interní materiály) 113
Tab. 56. Vertikální analýza VZZ – výnosy – 2005 – 2011(Vlastní zpracování) 115
Tab. 57. Vertikální analýza VZZ – náklady – 2005 – 2011 (Vlastní zpracování) 115
Tab. 58. Vertikální analýza rozvahy 2005 – 2001 (Vlastní zpracování) 116
Tab. 59. Horizontální analýza VZZ - výnosy 2005 – 2011 (Vlastní zpracování) 117
Tab. 60. Horizontální analýza VZZ – náklady 2005 – 2011 (Vlastní zpracování) 117
Tab. 61. Horizontální analýza rozvahy 2005 – 2011 (Vlastní zpracování) 118
Tab. 62. Plánovaná rozvaha aktiva - 2012 – 2016 (Vlastní zpracování) 119
Tab. 63. Plánovaná rozvaha pasiva – 2012 – 2016 (Vlastní zpracování) 119
Tab. 64. Plánovaný výkaz zisku a ztráty 2012 – 2016 (Vlastní zpracování) 120
Tab. 65. Plánovaný výkaz peněžních toků 2012 – 2016 (Vlastní zpracování) 121
Tab. 66. Finanční plán 2012 – 2016 - ukazatele likvidity (Vlastní zpracování) 122
Tab. 67. Finanční plán 2012 – 2016 – ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury (Vlastní zpracování) 122
Tab. 68. Finanční plán 2012 – 2016 – ukazatele rentability (Vlastní zpracování) 122
Tab. 69. Finanční plán 2012 – 2016 – ukazatele aktivity (Vlastní zpracování) 123
Tab. 70. Finanční plán 2012 – 2016 – Altmanovo Z-skóre (Vlastní zpracování) 123
Tab. 71. Finanční plán 2012 – 2016 – Index IN01 (Vlastní zpracování) 123

SEZNAM PŘÍLOH

PŘÍLOHA P I: Rozvaha v plném rozsahu 2005 - 2011

PŘÍLOHA PII: VZZ v plném rozsahu 2005 – 2011

PŘÍLOHA PIV: Vertikální analýza VZZ 2005 – 2011

PŘÍLOHA PV: Vertikální analýza rozvahy 2005 – 2011

PŘÍLOHA PVI: Horizontální analýza VZZ 2005 – 2011

PŘÍLOHA PVII: Horizontální analýza rozvahy 2005-2011

PŘÍLOHA PVIII: Plánovaná rozvaha 2012 – 2016

PŘÍLOHA PIX: Plánovaný výkaz zisku a ztráty 2012 - 2016

PŘÍLOHA PX: Plánovaný výkaz peněžních toků 2012 - 2016

PŘÍLOHA PXI: Finanční analýza finančního plánu 2012 - 2016

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU 2005 - 2011

Tab. 53. Rozvaha v plném rozsahu – aktiva 2005 – 2011 (Interní materiály)

Rozvaha (tis. Kč) Původní firma AB								Rozvaha (tis. Kč) Nová firma XY	
označ.	řád.	AKTIVA	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
			Netto	Netto	Netto	Netto	Netto	Netto	Netto
	001	**AKTIVA CELKEM**	**3 028 939**	**3 069 121**	**3 162 368**	**3 251 312**	**2 260 262**	**1 280 576**	**1 334 181**
B.	**002**	**Dlouhodobý majetek**	**1 833 105**	**2 104 507**	**2 057 559**	**1 960 847**	**1 615 031**	**522 229**	**470 376**
B. I.	003	Dlouhodobý nehmotný majetek	52 617	90 369	94 656	90 357	68 433	61 836	64 626
3.	004	Software	8 034	15 767	36 425	24 293	14 925	1 312	4 851
4.	005	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0
6.	006	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 215	734	512	336	161	401	333
7.	007	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	41 015	71 515	55 366	65 728	53 348	60 123	63 393
8.	008	Poskytnuté zálohy na dlouh..nehmotný majetek	2 353	2 353	2 353	0	0	0	0
B. II.	**009**	**Dlouhodobý hmotný majetek**	**1 250 681**	**1 518 412**	**1 561 855**	**1 482 497**	**1 369 270**	**389 611**	**334 966**
B. II. 1.	010	Pozemky	16 972	16 611	16 608	16 477	16 629	16 579	16 512
2.	011	Stavby	442 169	466 691	636 643	648 684	631 764	630 115	624 113
3.	012	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	499 880	538 618	672 268	690 019	715 822	644 737	534 991
6.	013	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	240	240	211	211	211	67	67
7.	014	Nedok. dlouhodobý hm. majetek	235 314	445 524	227 550	125 812	905	1 453	1 453
8.	015	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	56 106	50 728	8 575	1 294	3 939	3 985	996
9.	016	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	-907 325	-843 166
B. III.	**017**	**Dlouhodobý finanční majetek**	**529 807**	**495 726**	**401 048**	**387 993**	**177 328**	**70 782**	**70 784**
B. III. 1.	018	Podíly v ovládaných a řízených osobách	498 699	442 551	346 778	315 642	102 283	70 782	70 784
2.	019	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	31 108	53 024	53 647	72 166	72 356	70 782	70 784
6.	020	Pořizovaný dlouh. fin. majetek	0	151	623	185	2 689	0	0
C.	**021**	**Oběžná aktiva**	**1 191 613**	**941 171**	**1 086 753**	**1 278 447**	**637 713**	**757 329**	**863 114**
C. I.	022	Zásoby	352 769	299 277	301 045	208 977	188 177	265 307	286 177
C. I. 1.	023	Materiál	67 116	63 908	70 442	27 738	60 791	100 817	109 636
2.	024	Nedokončená výroba a polotov.	129 632	109 930	119 952	62 372	46 719	79 592	87 155
3.	025	Výrobky	99 114	104 252	106 760	117 877	64 448	53 061	58 337
5.	026	Zboží	22 448	13 458	2 077	990	982	125	136
6.	027	Poskytnuté zálohy na zásoby	34 459	7 729	1 814	1	15 236	31 712	30 913
C. II.	028	Dlouhodobé pohledávky	84 328	68 994	0	0	0	164 258	182 678
	029	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0	164 258	182 678
C. III.	030	Krátkodobé pohledávky	732 527	515 428	744 051	1 054 125	307 105	310 012	359 383
C. III. 1.	031	Pohledávky z obchodních vztahů	443 040	354 210	413 657	569 840	286 197	232 509	274 957
2.	032	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	227 230	133 393	304 527	433 307	0	0	0
3.	033	Pohled. za společníky,členy družstva a úč. sdružení	0	0	0	0	0	2 049	2 049
4.	034	Stát - daňové pohledávky	56 795	21 874	19 598	42 213	10 768	4 533	5 255
5.	035	Krátkodobé poskytnuté zálohy	5 327	5 818	6 135	8 764	10 140	1 825	2 076
6.	036	Dohadné účty aktivní	0	0	1	0	0	0	0
7.	037	Jiné pohledávky	135	133	133	0	0	69 096	75 046
C. III.	038	Krátkodobý finanční majetek	21 989	57 472	41 657	15 345	142 431	17 752	34 876
C. III. 1.	039	Peníze	96	74	64	44	39	51	75
2.	040	Účty v bankách	21 893	57 398	41 593	15 301	142 392	17 701	34 801
D. I.	**041**	**Časové rozlišení**	**4 221**	**23 443**	**18 056**	**12 018**	**7 518**	**1 018**	**691**
D. I. 1.	042	Náklady příštích období	2 405	22 109	17 069	11 870	6 812	1 018	690
3.	043	Příjmy příštích období	1 816	1 334	987	148	706	0	1

Tab. 54. Rozvaha v plném rozsahu – pasiva – 2005 – 2011 (Interní materiály)

Rozvaha (tis. Kč) Původní firma AB								**Rozvaha (tis. Kč) Nová firma XY**	
Označ. a	řád. c	PASIVA b	Stav v běžném účetním období **2005**	Stav v běžném účetním období **2006**	Stav v běžném účetním období **2007**	Stav v běžném účetním období **2008**	Stav v běžném účetním období **2009**	Stav v běžném účetním období **2010**	Stav v běžném účetním období **2011**
		PASIVA CELKEM	**3 028 939**	**3 069 121**	**3 162 368**	**3 251 312**	**2 260 262**	**1 280 576**	**1 334 181**
A.	**044**	**Vlastní kapitál**	**1 288 816**	**1 397 681**	**1 441 697**	**1 132 307**	**150 057**	**337 613**	**419 821**
A. I.	043	Základní kapitál	562 197	562 197	562 197	562 197	562 197	248 209	248 209
A. II.	046	Kapitálové fondy	-187 820	-222 424	-364 956	-493 509	-591 238	-4 222	-6 093
2.	047	Ostatní kapitálové fondy	23 717	23 717	23 717	23 717	23 717	0	0
3.	048	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-211 536	-246 141	-388 673	-517 226	-614 955	-4 222	-6 093
A. III.	049	Rezerv.fondy, nedělitel. fond a ostatní fondy ze zisku	94 578	103 356	110 530	112 439	112 439	49 682	49 682
A. III.	050	Zákonný rezervní fond	94 578	103 356	110 530	112 439	112 439	49 682	49 682
A. IV.	051	Výsledek hospodaření minulých let	644 290	811 082	947 379	1 132 016	210 531	55 625	47 032
A. IV.1.	052	Nerozdělený zisk minu-lých let	644 290	811 082	947 379	1 132 016	210 531	55 625	47 032
A. V.	053	Výsledek hospodaření běžného účetního období [*** výkazu zisku a ztráty]	175 570	143 470	186 547	-180 836	-143 872 ******	-11 681 ******	80 791 ******
B.	**054**	**Cizí zdroje**	**1 731 802**	**1 639 967**	**1 692 196**	**2 079 840**	**2 098 650**	**938 551**	**914 360**
B.I.	055	Rezervy	61 209	0	0	0	0	754	6 300
1	056	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0	0
B. II.	057	Dlouhodobé závazky	54 160	60 600	64 641	68 258	28 187	407 915	407 918
10.	058	Odložený daňový závazek	54 160	60 600	64 641	68 258	28 187	0	0
B. III.	059	Krátkodobé závazky	432 205	342 092	368 429	761 163	422 256	72 585	111 908
B. III. 1.	060	Závazky z obchodních vztahů	418 384	327 080	336 867	478 571	367 338	45 406	70 004
2.	061	Závazky - ovládající a řídící osoba	0	1 529	2 116	690	678	0	0
3.	062	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0
4.	063	Závazky k zaměstnancům	8 208	8 465	9 477	9 254	7 056	5 834	8 995
5.	064	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního	3 597	3 916	4 775	4 053	7 484	3 243	5 001
6.	065	Stát - daňové závazky a dotace	947	773	1 048	749	761	601	929
7.	066	Krátkodobé přijaté zálohy	88	49	2 007	645	1 707	3 377	5 207
8.	067	Dohadné účty pasivní	252	142	444	447	12 718	10 830	16 697
9.	068	Jiné závazky	369	138	11 695	266 753	24 514	3 294	5 075
B. IV.	069	Bankovní úvěry a výp.	1 184 228	1 237 275	1 259 126	1 250 419	1 648 207	457 297	388 234
B. IV. 1.	070	Bankovní úvěry dlouho-dobé	475 015	888 089	678 810	503 591	53 762	400 022	195 841
2.	071	Krátkodobé bankovní úvěry	709 213	349 186	580 316	746 828	1 594 445	57 275	192 393
C.	**072**	**Časové rozlišení**	**8 321**	**31 473**	**28 475**	**39 165**	**11 555**	**4 412**	**0**
C.I.1.	073	Výdaje příštích období	8 321	9 916	6 951	25 086	4 533	4 412	0
C.I.2.	074	Výnosy příštích období	0	21 557	21 524	14 079	7 022	0	0
		Rozdíl A - P	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*

Pozn.:******Výsledek hospodaření běžného úč. období v letech 2009-2011 v rozvaze není shodný s výsledkem ve VZZ z důvodu dělení účetních období v těchto letech. Správná výše HV se nachází ve VZZ jako součet rozdělených období.

PŘÍLOHA PII: VZZ V PLNÉM ROZSAHU 2005 – 2011

Tab. 55. VZZ 2005 – 2011 (Interní materiály)

VZZ (tis. Kč) Původní firma AB								VZZ (tis. Kč) Nová firma XY	
Označení	Číslo řádku	TEXT	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
I.	01	**Tržby za prodej zboží**	56 101	**70 980**	**47 805**	**249 046**	**27 343**	**44 483**	**49 005**
A.	02	Náklady vynaložené na prodané zboží	48 735	64 979	46 088	247 803	26 310	42 711	48 278
+	03	**Obchodní marže**	**7 366**	**6 001**	**1 717**	**1 243**	**1 033**	**1 772**	**727**
II.	04	**Výkony**	**3 121 332**	**2 956 430**	**3 168 625**	**2 459 403**	**1 296 863**	**1 428 489**	**1 973 103**
1.	05	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 079 243	2 958 007	3 140 990	2 496 427	1 357 752	1 424 178	1 930 882
2.	06	Změna stavu zásob vlastní činnosti	37 887	-11 701	24 302	-40 100	-62 239	3 461	32 236
3.	07	Aktivace	4 202	10 124	3 333	3 076	1 349	850	9 985
B.	08	Výkonová spotřeba	2 553 166	2 432 309	2 614 042	2 222 728	1 078 783	1 195 203	1 591 193
B.1.	09	Spotřeba materiálu a energie	2 260 129	2 157 894	2 335 174	1 982 994	958 667	1 115 459	1 543 947
B.2.	10	Služby	293 037	274 415	278 868	239 734	120 115	79 744	47 246
+	11	Přidaná hodnota	575 532	530 122	556 300	237 918	219 113	235 058	382 637
C.	12	Osobní náklady	176 457	186 430	203 579	205 427	173 580	132 118	202 466
C.1.	13	Mzdové náklady	127 711	134 626	147 494	148 572	130 944	97 722	149 378
C.2.	14	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	840	840	840	840	1 460	431	0
C.3.	15	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	44 606	46 916	51 563	51 756	39 584	32 682	50 601
C.4.	16	Sociální náklady	3 300	4 048	3 682	4 259	1 592	1 283	2 487
D.	17	Daně a poplatky	2 732	2 379	2 454	565	639	2 764	1 693
E.	18	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	127 625	122 948	125 912	130 901	132 908	132 414	123 195
III.	19	**Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu**	**1 159 525**	**1 117 301**	**1 143 527**	**1 130 205**	**369 856**	**17 299**	**18 208**
III.1	20	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	56 628	481	18 882	121	0	31	4 161
III.2	21	Tržby z prodeje materiálu	1 102 896	1 116 820	1 124 645	1 130 084	369 856	17 268	14 047
F.	22	Zůstat. cena prodaného dlouhod. majetku a mater.	1 180 120	1 128 014	1 108 291	1 039 677	331 345	14 796	13 148
F.1.	23	Zůstat. cena dlouhod. majetku	38 262	765	20 207	252	0	298	2 783
F.2.	24	Prodaný materiál	1 141 858	1 127 249	1 088 084	1 039 425	331 345	14 498	10 365

Označení	Číslo řádku	TEXT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
G.	25	Změna stavu rezerv a oprav. pol. v pro-voz.obl.a kom-pl.nákl.příš.obd.	-18 390	-10 808	-11 529	19 535	607 230	17 122	-4 044
IV.	26	**Ostatní provozní výnosy**	**607 375**	**734 981**	**993 906**	**518 050**	**285 102**	**542 868**	**699 261**
H.	27	Ostatní provozní náklady	625 606	746 456	1 011 116	532 898	300 853	492 314	644 774
*	**28**	**Provozní výsledek hospodaření**	**248 281**	**206 985**	**253 910**	**-42 830**	**-672 484**	**3 697**	**118 874**
VII.	29	Výnosy z dlouhodo-bého finančního majetku	0	0	0	22 400	0	0	0
VII.1.	30	Výnosy z podílů v ovládaných a říz.osobách a v úč.jedn.	0	0	0	22 400	0	0	0
X.	**31**	**Výnosové úroky**	**8 704**	**9 368**	**9 376**	**17 710**	**7 690**	**311**	**921**
N.	32	Nákladové úroky	47 845	63 420	85 689	87 189	43 448	1 950	21 357
XI.	**33**	**Ostatní finanční výnosy**	**158 575**	**157 106**	**236 709**	**530 981**	**421 900**	**31 835**	**53 028**
O.	34	Ostatní finanční náklady	131 371	118 208	176 382	618 093	638 251	48 272	68 967
*	**35**	**Finanční výsledek hospodaření**	**-11 937**	**-15 154**	**-15 986**	**-134 191**	**-252 109**	**-18 076**	**-36 375**
Q.	36	Daň z příjmů za běžnou činnost	60 774	48 361	51 377	3 815	0	-8 926	0
Q.1.	37	Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	61 643	41 921	47 336	198	0	0	0
Q.2.	38	Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená	-869	6 440	4 041	3 617	0	0	0
**	**39**	***Výsledek hospodaře-ní za běžnou činnost***	***175 570***	***143 470***	***186 547***	***-180 836***	***-924 593***	***-5 453***	***82 499***
***	40	**Výsledek hospoda-ření za účetní období (+/-) EAT**	**175 570**	**143 470**	**186 547**	**-180 836**	**-924 593**	**-5 453**	**82 499**
	41	***Výsledek hospodaře-ní před zdaněním (+/-) EBT***	***236 344***	***191 831***	***237 924***	***-177 021***	***-924 593***	***-14 379***	***82 499***
	42	***EBIT***	***284 189***	***255 251***	***323 613***	***-89 832***	***-881 144***	***-12 429***	***103 856***

PŘÍLOHA PIV: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VZZ 2005 – 2011

Tab. 56. Vertikální analýza VZZ – výnosy – 2005 – 2011(Vlastní zpracování)

TEXT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Celkové výnosy	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
Tržby za prodej zboží	1,1%	1,4%	0,9%	5,1%	1,1%	2,2%	1,8%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	60,2%	58,6%	56,1%	50,7%	56,4%	69,0%	69,1%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	22,7%	22,1%	20,4%	22,9%	15,4%	0,8%	0,7%
Ostatní provozní výnosy	11,9%	14,6%	17,7%	10,5%	11,8%	26,3%	25,0%
Výnosové úroky	0,2%	0,2%	0,2%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%
Ostatní finanční výnosy	3,1%	3,1%	4,2%	11,2%	17,5%	1,5%	1,9%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,7%	-0,2%	0,4%	-0,8%	-2,6%	0,2%	1,2%
Aktivace	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,4%

Tab. 57. Vertikální analýza VZZ – náklady – 2005 – 2011 (Vlastní zpracování)

TEXT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Celkové náklady	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Náklady vynaložené na prodané zboží	1,0%	1,3%	0,9%	4,9%	0,8%	2,1%	1,8%
Spotřeba materiálu a energie	45,8%	44,0%	43,1%	38,8%	28,8%	53,9%	57,0%
Služby	5,9%	5,6%	5,2%	4,7%	3,6%	3,9%	1,7%
Osobní náklady	3,6%	3,8%	3,8%	4,0%	5,2%	6,4%	7,5%
Daně a poplatky	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2,6%	2,5%	2,3%	2,6%	4,0%	6,4%	4,5%
Zůstat. cena prodaného dlouhod. majetku a mater.	23,9%	23,0%	20,5%	20,4%	9,9%	0,7%	0,5%
Změna stavu rezerv a oprav. pol. v provoz.obl.a kompl.nákl.příš.obd.	-0,4%	-0,2%	-0,2%	0,4%	18,2%	0,8%	-0,1%
Ostatní provozní náklady	12,7%	15,2%	18,7%	10,4%	9,0%	23,8%	23,8%
Ostatní finanční náklady	2,7%	2,4%	3,3%	12,1%	19,1%	2,3%	2,5%
Nákladové úroky	1,0%	1,3%	1,6%	1,7%	1,3%	0,1%	0,8%
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,2%	1,0%	0,9%	0,1%	0,0%	-0,4%	0,0%

PŘÍLOHA PV: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY 2005 – 2011

Tab. 58. Vertikální analýza rozvahy 2005 – 2001 (Vlastní zpracování)

označ.	řád.	AKTIVA	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
			Netto	Netto	Netto	Netto	Netto	Netto	Netto
	001	**AKTIVA**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
B.	**002**	**Dlouhodobý majetek**	**60,5%**	**68,6%**	**65,1%**	**60,3%**	**71,5%**	**40,8%**	**35,3%**
B. I.	003	Dlouhodobý nehmotný majetek	1,7%	2,9%	3,0%	2,8%	3,0%	4,8%	4,8%
B. II.	009	Dlouhodobý hmotný majetek	41,3%	49,5%	49,4%	45,6%	60,6%	30,4%	25,1%
B. III.	017	Dlouhodobý finanční majetek	17,5%	16,2%	12,7%	11,9%	7,8%	5,5%	5,3%
C.	**021**	**Oběžná aktiva**	**39,3%**	**30,7%**	**34,4%**	**39,3%**	**28,2%**	**59,1%**	**64,7%**
C. I.	022	Zásoby	11,6%	9,8%	9,5%	6,4%	8,3%	20,7%	21,4%
C. II.	028	Dlouhodobé pohledávky	2,8%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	12,8%	13,7%
C. III.	030	Krátkodobé pohledávky	24,2%	16,8%	23,5%	32,4%	13,6%	24,2%	26,9%
C. III.	038	Krátkodobý finanční majetek	0,7%	1,9%	1,3%	0,5%	6,3%	1,4%	2,6%
D. I.	**041**	**Časové rozlišení**	**0,1%**	**0,8%**	**0,6%**	**0,4%**	**0,3%**	**0,1%**	**0,1%**
		PASIVA	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
A.	**044**	**Vlastní kapitál**	**42,6%**	**45,5%**	**45,6%**	**34,8%**	**6,6%**	**26,4%**	**31,5%**
A. I.	043	Základní kapitál	18,6%	18,3%	17,8%	17,3%	24,9%	19,4%	18,6%
A. II.	046	Kapitálové fondy	-6,2%	-7,2%	-11,5%	-15,2%	-26,2%	-0,3%	-0,5%
A. III.	049	Rezerv.fondy, nedělitel.fond a ostatní fondy ze zisku	3,1%	3,4%	3,5%	3,5%	5,0%	3,9%	3,7%
A. IV.	051	Výsledek hospodaření minulých let	21,3%	26,4%	30,0%	34,8%	9,3%	4,3%	3,5%
A. V.	053	Výsledek hospodaření běžného účetního období	5,8%	4,7%	5,9%	-5,6%	-6,4%	-0,9%	6,1%
B.	**054**	**Cizí zdroje**	**57,2%**	**53,4%**	**53,5%**	**64,0%**	**92,8%**	**73,3%**	**68,5%**
B.I.	055	Rezervy	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,5%
B. II.	057	Dlouhodobé závazky	1,8%	2,0%	2,0%	2,1%	1,2%	31,9%	30,6%
B. III.	059	Krátkodobé závazky	14,3%	11,1%	11,7%	23,4%	18,7%	5,7%	8,4%
B. IV.	069	Bankovní úvěry a výpomoci	39,1%	40,3%	39,8%	38,5%	72,9%	35,7%	29,1%
C.	**072**	**Časové rozlišení**	**0,3%**	**1,0%**	**0,9%**	**1,2%**	**0,5%**	**0,3%**	**0,0%**
		A-P	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*

PŘÍLOHA PVI: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VZZ 2005 – 2011

Tab. 59. Horizontální analýza VZZ - výnosy 2005 – 2011 (Vlastní zpracování)

TEXT	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010
Celkové výnosy	**-1,3%**	**11,0%**	**-12,0%**	**-51,1%**	**-14,3%**	**35,3%**
Tržby za prodej zboží	26,5%	-32,7%	421,0%	-89,0%	62,7%	10,2%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-3,9%	6,2%	-20,5%	-45,6%	4,9%	35,6%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-3,6%	2,3%	-1,2%	-67,3%	-95,3%	5,3%
Ostatní provozní výnosy	21,0%	35,2%	-47,9%	-45,0%	90,4%	28,8%
Výnosové úroky	7,6%	0,1%	88,9%	-56,6%	-96,0%	196,1%
Ostatní finanční výnosy	-0,9%	50,7%	133,8%	-23,8%	-92,5%	66,6%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-130,9%	307,7%	-265,0%	-55,2%	105,6%	831,4%
Aktivace	141,0%	-67,1%	-7,7%	-56,1%	-37,0%	1074,7%

Tab. 60. Horizontální analýza VZZ – náklady 2005 – 2011 (Vlastní zpracování)

TEXT	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010
Celkové náklady	**-0,7%**	**10,4%**	**-5,6%**	**-34,8%**	**-37,9%**	**30,9%**
Náklady vynaložené na prodané zboží	33,3%	-29,1%	437,7%	-89,4%	62,3%	13,0%
Spotřeba materiálu a energie	-4,5%	8,2%	-15,1%	-51,7%	16,4%	38,4%
Služby	-6,4%	1,6%	-14,0%	-49,9%	-33,6%	-40,8%
Osobní náklady	5,7%	9,2%	0,9%	-15,5%	-23,9%	53,2%
Daně a poplatky	-12,9%	3,2%	-77,0%	13,0%	332,8%	-38,7%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-3,7%	2,4%	4,0%	1,5%	-0,4%	-7,0%
Zůstat. cena prodaného dlouhod. majetku a mater.	-4,4%	-1,7%	-6,2%	-68,1%	-95,5%	-11,1%
Změna stavu rezerv a oprav. pol. v provoz.obl.a kompl.nákl.příš.obd.	41,2%	-6,7%	269,4%	3 008,4%	-97,2%	-123,6%
Ostatní provozní náklady	19,3%	35,5%	-47,3%	-43,5%	63,6%	31,0%
Ostatní finanční náklady	-10,0%	49,2%	250,4%	3,3%	-92,4%	42,9%
Nákladové úroky	32,6%	35,1%	1,8%	-50,2%	-95,5%	995,2%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-20,4%	6,2%	-92,6%	-100,0%	x	-100,0%

PŘÍLOHA PVII: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY 2005-2011

Tab. 61. Horizontální analýza rozvahy 2005 – 2011 (Vlastní zpracování)

označ.	řád.	AKTIVA	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010
	001	**AKTIVA**	**1,3%**	**3,0%**	**2,8%**	**-30,5%**	**-43,3%**	**4,2%**
B.	**002**	**Dlouhodobý majetek**	**14,8%**	**-2,2%**	**-4,7%**	**-17,6%**	**-67,7%**	**-9,9%**
B. I.	003	Dlouhodobý nehmotný majetek	71,7%	4,7%	-4,5%	-24,3%	-9,6%	4,5%
B. II.	009	Dlouhodobý hmotný majetek	21,4%	2,9%	-5,1%	-7,6%	-71,5%	-14,0%
B. III.	017	Dlouhodobý finanční majetek	-6,4%	-19,1%	-3,3%	-54,3%	-60,1%	0,0%
C.	**021**	**Oběžná aktiva**	**-21,0%**	**15,5%**	**17,6%**	**-50,1%**	**18,8%**	**14,0%**
C. I.	022	Zásoby	-15,2%	0,6%	-30,6%	-10,0%	41,0%	7,9%
C. II.	028	Dlouhodobé pohledávky	-18,2%	-100,0%	x	x	100,0%	11,2%
C. III.	030	Krátkodobé pohledávky	-29,6%	44,4%	41,7%	-70,9%	0,9%	15,9%
C. III.	038	Krátkodobý finanční majetek	161,4%	-27,5%	-63,2%	828,2%	-87,5%	96,5%
D. I.	**041**	**Časové rozlišení**	**455,4%**	**-23,0%**	**-33,4%**	**-37,4%**	**-86,5%**	**-32,1%**
		PASIVA	**1,3%**	**3,0%**	**2,8%**	**-30,5%**	**-43,3%**	**4,2%**
A.	**042**	**Vlastní kapitál**	**8,4%**	**3,1%**	**-21,5%**	**-86,7%**	**125,0%**	**24,3%**
A. I.	043	Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-55,9%	0,0%
A. II.	046	Kapitálové fondy	-18,4%	-64,1%	-35,2%	-19,8%	99,3%	-44,3%
A. III.	049	Rezerv.fondy, nedělitel.fond a ostatní fondy ze zisku	9,3%	6,9%	1,7%	0,0%	-55,8%	0,0%
A. IV.	051	Výsledek hospodaření minulých let	25,9%	16,8%	19,5%	-81,4%	-73,6%	-15,4%
A. V.	053	Výsledek hospodaření běžného účetního období [*** výkazu zisku a ztráty]	-18,3%	30,0%	-196,9%	20,4%	91,9%	791,6%
B.	**054**	**Cizí zdroje**	**-5,3%**	**3,2%**	**22,9%**	**0,9%**	**-55,3%**	**-2,6%**
B.I.	055	Rezervy	-100,0%	x	x	x	100,0%	735,5%
B. II.	057	Dlouhodobé závazky	11,9%	6,7%	5,6%	-58,7%	1347,2%	0,0%
B. III.	059	Krátkodobé závazky	-20,8%	7,7%	106,6%	-44,5%	-82,8%	54,2%
B. IV.	069	Bankovní úvěry a výpomoci	4,5%	1,8%	-0,7%	31,8%	-72,3%	-15,1%
C.	**072**	**Časové rozlišení**	**278,2%**	**-9,5%**	**37,5%**	**-70,5%**	**-61,8%**	**-100,0%**

PŘÍLOHA PVIII: PLÁNOVANÁ ROZVAHA 2012 – 2016

Tab. 62. Plánovaná rozvaha aktiva - 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

Plánovaná rozvaha					
Aktiva (tis. Kč)	**FC 2012**	**PL 2013**	**PL 2014**	**PL 2015**	**PL 2016**
Dlouhodobý majetek	**426 230**	**400 682**	**386 125**	**381 540**	**385 929**
DNM	64 712	63 537	62 537	61 537	60 537
DHM	290 734	266 361	252 804	249 219	254 608
DFM	70 784	70 784	70 784	70 784	70 784
Oběžná aktiva	**939 827**	**1 048 853**	**1 124 732**	**1 248 022**	**1 391 023**
Zásoby	312 446	357 691	389 484	407 662	423 233
Dlouhodobé pohledávky	182 678	182 678	182 678	182 678	182 678
Krátkodobé pohledávky	399 680	449 191	489 117	511 945	531 499
Krátkodobý finanční majetek celkem	45 023	59 293	63 452	145 737	253 613
Krátkodobý finanční majetek (provozně potřebný)	45 023	54 421	56 673	57 961	59 064
Krátkodobý finanční majetek (provozně nepotřebný)	0	4 872	6 779	87 776	194 549
Časové rozlišení	**691**	**691**	**691**	**691**	**691**
AKTIVA CELKEM	**1 366 748**	**1 450 226**	**1 511 548**	**1 630 253**	**1 777 644**

Tab. 63. Plánovaná rozvaha pasiva – 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

Plánovaná rozvaha					
Pasiva (tis. Kč)	**FC 2012**	**PL 2013**	**PL 2014**	**PL 2015**	**PL 2016**
Vlastní kapitál	**499 244**	**594 780**	**704 347**	**830 281**	**970 318**
Základní kapitál	248 409	248 409	248 409	248 409	248 409
Kapitálové fondy	-6 093	-6 093	-6 093	-6 093	-6 093
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
OR z přecenění majetku a závazků	-6 093	-6 093	-6 093	-6 093	-6 093
Rezervní, nedělitelný a ostatní fondy ze zisku	49 682	49 682	49 682	49 682	49 682
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	49 682	49 682	49 682	49 682	49 682
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	127 823	207 246	302 782	412 349	538 283
Nerozdělený zisk minulých let	127 823	207 246	302 782	412 349	538 283
VH běžného účetního období	79 423	95 536	109 567	125 934	140 037
Cizí zdroje	**867 504**	**855 446**	**807 201**	**799 971**	**807 325**
Rezervy	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300
Dlouhodobé závazky	407 265	407 265	407 265	407 265	407 265
Krátkodobé závazky	129 511	168 938	183 954	192 539	199 893
Bankovní úvěry a výpomoci	324 428	272 943	209 682	193 867	193 867
Dlouhodobé bankovní úvěry	130 561	79 076	15 815	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	193 867	193 867	193 867	193 867	193 867
Časové rozlišení	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
PASIVA CELKEM	**1 366 748**	**1 450 226**	**1 511 548**	**1 630 253**	**1 777 644**
A - P	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*

PŘÍLOHA PIX: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY 2012 - 2016

Tab. 64. Plánovaný výkaz zisku a ztráty 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

Plánovaný výkaz zisku a ztráty					
Položka (tis. Kč.)	**FC 2012**	**PL 2013**	**PL 2014**	**PL 2015**	**PL 2016**
Tržby za prodej zboží	12 178	12 178	12 178	12 178	12 178
Náklady vynaložené na prodej zboží	12 000	12 000	12 000	12 000	12 000
Obchodní marže	**178**	**178**	**178**	**178**	**178**
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	**2 136 145**	**2 413 400**	**2 627 914**	**2 750 563**	**2 855 621**
Změna stavu zásob vlastní činnosti	**6 408**	**7 240**	**7 884**	**8 252**	**8 567**
Aktivace	**8 870**	**9 047**	**9 228**	**9 413**	**9 601**
Výkony	**2 151 423**	**2 429 688**	**2 645 026**	**2 768 227**	**2 873 789**
Výkonová spotřeba	1 754 113	1 991 055	2 181 168	2 282 967	2 370 165
Přidaná hodnota	397 488	438 811	464 035	485 438	503 802
Osobní náklady	219 700	253 061	275 554	288 415	299 431
Daně a poplatky	1 444	1 473	1 502	1 532	1 563
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	119 773	110 796	99 716	89 745	80 770
Změna stavu rezerv a opravných položek (+/-)	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	**454 159**	**454 159**	**454 159**	**454 159**	**454 159**
Ostatní provozní náklady	393 875	393 875	393 875	393 875	393 875
Korigovaný provozní HV po odpisech	***116 855***	***133 765***	***147 547***	***166 030***	***182 321***
Korigovaný provozní HV před odpisy	**236 628**	**244 560**	**247 263**	**255 775**	**263 091**
Výnosové úroky	452	604	665	1 518	2 637
Nákladové úroky	17 844	15 012	11 533	10 663	10 663
Výnosy-náklady na cizí kapitál	**-17 392**	**-14 408**	**-10 867**	**-9 145**	**-8 025**
Tržby z prodeje materiálu	1 269	1 269	1 269	1 269	1 269
Zůstatková cena prodaného materiálu	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	1 680	1 680	1 680	1 680	1 680
Výsledek hospodaření z neprovozních aktiv	**-1 411**	**-1 411**	**-1 411**	**-1 411**	**-1 411**
Sazba daně z příjmu právnických osob	19%	19%	19%	19%	19%
Daň z příjmů za běžnou činnost splatná	18 630	22 410	25 701	29 540	32 848
Daň z příjmů za běžnou činnost odložená	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	**79 423**	**95 536**	**109 567**	**125 934**	**140 037**
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)	**79 423**	**95 536**	**109 567**	**125 934**	**140 037**
Výplata podílů	0	0	0	0	0
Příděl do nerozděleného zisku	79 423	95 536	109 567	125 934	140 037
EBIT	***116 444***	***133 354***	***147 136***	***165 619***	***181 910***

PŘÍLOHA PX: PLÁNOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ 2012–2016

Tab. 65. Plánovaný výkaz peněžních toků 2012 – 2016 (Vlastní zpracování)

Plánovaný výkaz peněžních toků (tis. Kč)					
Položka	**FC 2012**	**PL 2013**	**PL 2014**	**PL 2015**	**PL 2016**
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 1.1.	**34 876**	**45 023**	**59 293**	**63 452**	**145 737**
KPHV po odpisech	116 855	133 765	147 547	166 030	182 321
Daň připadající na KPHV	22 203	25 415	28 034	31 546	34 641
KPHV po dani	94 653	108 349	119 513	134 485	147 680
Úpravy o nepeněžní operace	**55 614**	**46 637**	**35 557**	**25 585**	**16 611**
(+) Odpisy stálých aktiv (snížené o OR k nabytému majetku)	55 614	46 637	35 557	25 585	16 611
Změna stavu opravných položek a rezerv	0	0	0	0	0
Změna potřeby pracovního kapitálu (provozně nutného)	**-48 963**	**-55 329**	**-56 703**	**-32 420**	**-27 770**
Změna stavu pohledávek (provozně nutných)	40 297	49 511	39 926	22 828	19 554
Změna stavu krátkodobých závazků (provozně nutných)	17 603	39 427	15 016	8 585	7 354
Změna stavu zásob (provozně nutných)	26 269	45 245	31 793	18 178	15 571
Změna stavu ČRO	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
CF z provozní činnosti celkem	**101 304**	**99 657**	**98 366**	**127 650**	**136 521**
Změna stavu DNM (provozně nutného)	86	-1 175	-1 000	-1 000	-1 000
Změna stavu DHM (provozně nutného)	-44 232	-24 373	-13 557	-3 585	5 389
CF z provozně nutného dlouhodobého majetku	**-11 467**	**-21 089**	**-21 000**	**-21 000**	**-21 000**
Platba nákladových úroků	17 844	15 012	11 533	10 663	10 663
Výnosové úroky	452	604	665	1 518	2 637
Nákladové úroky snížené o výnosy	**17 392**	**14 408**	**10 867**	**9 145**	**8 025**
Ostatní finanční náklady	1 680	1 680	1 680	1 680	1 680
Změna stavu neprovozních pohledávek	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0	0
Příjmy z neprovozního majetku a mimořádné příjmy	269	269	269	269	269
Diference v platbě daně oproti dani z KPHV	-3 573	-3 006	-2 332	-2 007	-1 792
Změna stavu DFM (provozně nepotřebného)	0	0	0	0	0
CF z provozně nepotřebného majetku	**2 162**	**1 595**	**921**	**596**	**381**
Změna stavu dlouhodobých BÚ	-65 280	-51 485	-63 261	-15 815	0
Změna stavu krátkodobých BÚ	1 474	0	0	0	0
Změna stavu dlouhodobých závazků	-653	0	0	0	0
Vyplacené podíly na zisku	0	0	0	0	0
CF z finanční činnosti celkem	**-64 459**	**-51 485**	**-63 261**	**-15 815**	**0**
CF celkem za účetní období	10 147	14 270	4 159	82 285	107 876
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 31. 12.	**45 023**	**59 293**	**63 452**	**145 737**	**253 613**

PŘÍLOHA PXI: FINANČNÍ ANALÝZA FINANČNÍHO PLÁNU 2012-2016

Tab. 66. Finanční plán 2012 – 2016 - ukazatele likvidity (Vlastní zpracování)

Likvidita	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Doporuč. hodnoty
Běžná likvidita	2,91	2,89	2,98	3,23	3,53	1,5 - 2,0
Pohotová likvidita	1,38	1,40	1,46	1,70	1,99	1,0 - 1,5
Hotovostní likvidita	0,14	0,16	0,17	0,38	0,64	0,2 - 0,5
ČPK (tis. Kč)	616 449	686 048	746 911	861 616	997 262	
ČPK/OA	65,59%	65,41%	66,41%	69,04%	71,69%	
ČPK/A	45,10%	47,31%	49,41%	52,85%	56,10%	

Tab. 67. Finanční plán 2012 – 2016 – ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury (Vlastní zpracování)

Zadluženost, majetková a finanční struktura	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Celková zadluženost	33,67%	30,90%	26,46%	24,09%	22,51%
Míra zadluženosti	0,51	0,45	0,36	0,32	0,29
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje	15,05%	9,24%	1,96%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé cizí zdroje/dlouhodobý kapitál	12,59%	7,31%	1,40%	0,00%	0,00%
Vlastní kapitál/Dlouhodobý majetek	2,13	2,50	2,88	3,24	3,57
Dlouhodobé zdroje/Dlouhodobý majetek	2,43	2,70	2,92	3,24	3,57
Ukazatel úrokového krytí	116,44	133,35	147,14	165,62	181,91

Tab. 68. Finanční plán 2012 – 2016 – ukazatele rentability (Vlastní zpracování)

Rentabilita	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Rentabilita výnosů	4,45%	4,60%	4,73%	5,12%	5,44%
Rentabilita nákladů ROC	3,13%	3,41%	3,65%	4,05%	4,37%
Rentabilita celkového kapitálu ROA	8,52%	9,20%	9,73%	10,16%	10,23%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	8,76%	9,53%	9,86%	10,18%	10,17%
Čistá zisková marže	3,70%	3,94%	4,15%	4,56%	4,88%
Hrubá zisková marže	18,50%	18,09%	17,58%	17,57%	17,57%
Provozní marže	5,44%	5,51%	5,59%	6,01%	6,36%

Tab. 69. Finanční plán 2012 – 2016 – ukazatele aktivity (Vlastní zpracování)

Aktivita	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,57	1,67	1,75	1,69	1,61
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,92	2,00	2,06	1,99	1,88
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	53	54	54	54	54
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	68	68	68	68	68
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	22	25	25	25	25
Obratovost pohledávek	5,38	5,40	5,40	5,40	5,40
Obratovost závazků	16,59	14,36	14,35	14,35	14,35

Tab. 70. Finanční plán 2012 – 2016 – Altmanovo Z-skóre (Vlastní zpracování)

Altmanovo Z-skóre		2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
0,717	x ČPK/A	0,323	0,339	0,354	0,379	0,402
0,847	x ČZ/A	0,049	0,056	0,061	0,065	0,067
3,107	x EBIT/A	0,265	0,286	0,302	0,316	0,318
0,42	x VK/Cizí zdroje	0,827	0,939	1,167	1,324	1,446
0,998	x T/A	1,913	1,994	2,056	1,982	1,877
Výsledek		**3,377**	**3,614**	**3,941**	**4,065**	**4,111**

Tab. 71. Finanční plán 2012 – 2016 – Index IN01 (Vlastní zpracování)

Index IN01		2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
0,13	x A/CZ	0,386	0,421	0,491	0,540	0,578
0,04	x EBIT/NÚ	0,261	0,355	0,510	0,621	0,682
3,92	x EBIT/A	0,334	0,360	0,382	0,398	0,401
0,21	x V/A	0,402	0,420	0,433	0,417	0,395
0,09	x OA/(KZ + KBU)	0,262	0,260	0,268	0,291	0,318
Výsledek		**1,645**	**1,816**	**2,084**	**2,267**	**2,374**