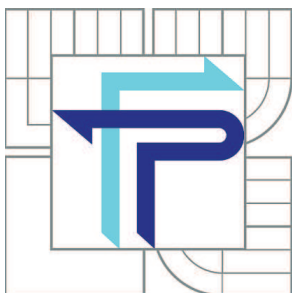


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

NÁVRH OCENĚNÍ PODNIKU

VALUE ESTIMATING OF COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. DOMINIK LEITNER

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.

BRNO 2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Leitner Dominik, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Návrh ocenění podniku

v anglickém jazyce:

Value Estimating of Company

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému, cíle a metod práce

Teoretická východiska práce

Strategická analýza podniku

Finanční plán podniku

Návrh ocenění podniku

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd Edition. Hoboken, N. J.: Wiley, 2012. 974 s. ISBN 9781118011522.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2012/2013.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 16.05.2013

Anotace

Předmětem této diplomové práce je ocenění výrobního podniku XY, s.r.o. s použitím výnosových metod ocenění. V první části této práce je zpracována strategická analýza, finanční analýza a SWOT analýza. V závěru práce jsou aplikovány výnosové metody ocenění a stanovení hodnoty podniku k 31.12.2011.

Annotation

The subject of this diploma thesis is valuation of the production company XY, s.r.o. by using income- based valuation methods. In the first part of this thesis is a strategic analysis, financial analysis and SWOT analysis. In conclusion are used income- based methods and determine the value of the company at 31.12.2011.

Klíčová slova

Strategická analýza, finanční analýza, SWOT analýza, generátory hodnoty, dlouhodobý finanční plán, průměrné vážené náklady kapitálu, metoda oceňování kapitálových aktiv, diskontované cash flow, ekonomická přidaná hodnota, tržní hodnota.

Key words

Strategic analysis, financial analysis, SWOT analysis, generators of values, long-term financial plan, the weighted average cost of capital, capital asset pricing model, discounted cash flow, economic value added, market value.

LEITNER, D. *Návrh ocenění podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2013. 127 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 31. května 2012

.....

podpis studenta

Poděkování

Touto cestou bych rád poděkoval paní Prof. Ing. Márii Režňákové, CSc. za pomoc, cenné rady a odborné vedení při zpracovávání diplomové práce. Dále bych tímto rád poděkoval vedení a odborným pracovníkům oceňovaného podniku.

OBSAH

Úvod.....	10
Cíle práce	11
1 Teoretická východiska práce	12
1.1 Podnik jako předmět ocenění	12
1.2 Hodnota podniku	13
1.2.1 Hladiny hodnoty podniku	13
1.2.2 Standardy hodnoty	14
1.3 Předpisy pro ocenění podniku	16
1.4 Postup při ocenění podniku	17
1.5 Strategická analýza.....	18
1.5.1 Postup strategické analýzy	19
1.6 Analýza finančního zdraví podniku	20
1.6.1 Metody finanční analýzy	21
1.7 Vymezení provozně nutných aktiv.....	26
1.7.1 Vymezení nejčastějších neprovozních aktiv	26
1.7.2 Provozně nutný investovaný kapitál	27
1.7.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	27
1.8 Analýza generátorů hodnoty	28
1.8.1 Tržby	28
1.8.2 Provozní zisková marže	29
1.8.3 Pracovní kapitál	30
1.8.4 Investice do dlouhodobého provozního majetku	31
1.8.5 Ocenění podniku využitím generátorů hodnoty.....	32
1.9 Sestavení finančního plánu	32
1.10 Ocenění na základě výnosových metod	35
1.10.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF).....	35
1.10.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA	42
2 Charakteristika společnosti	45
2.1 Předmět podnikání	45
2.2 Organizační struktura a lidské zdroje.....	46
2.3 Nabídka společnosti	46
3 Analýza vybraného podniku	48
3.1 Strategická analýza.....	48
3.1.1 Analýza makroekonomického prostředí	48

3.1.2	Analýza mikrookolí	54
3.1.3	Analýza kritických faktorů úspěchu podniku	56
3.1.4	Vymezení a analýza relevantního trhu.....	58
3.1.5	Velikost relevantního trhu	62
3.1.6	Prognóza tržeb	63
3.2	Analýza finančního zdraví	66
3.2.1	Analýza absolutních ukazatelů	67
3.2.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	76
3.3	SWOT analýza	82
3.4	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	83
3.4.1	Vymezení majetku provozně nutného	83
3.4.2	Analýza a prognóza ziskové marže	83
3.4.3	Analýza a prognóza pracovního kapitálu.....	84
3.4.4	Analýza a prognóza investic do dlouhodobého majetku	85
3.4.5	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	86
3.4.6	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnot	86
4	Finanční plán.....	88
4.1	Finanční analýza plánu.....	92
5	Návrh ocenění	94
5.1	Výpočet diskontní míry.....	94
5.1.1	Náklady na cizí kapitál.....	94
5.1.2	Náklady na vlastní kapitál.....	94
5.2	Metoda DCF entity.....	96
5.2.1	Volný peněžní tok do firmy (FCFF).....	96
5.2.2	Současná hodnota první fáze	97
5.2.3	Současná hodnota druhé fáze.....	97
5.2.4	Výsledné výnosové ocenění podniku metodou DCF entity.....	98
5.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty	99
5.3.1	Současná hodnota první fáze	100
5.3.2	Současná hodnota druhé fáze.....	100
5.3.3	Výsledné výnosové ocenění podniku metodou EVA	101
	Závěr	102
	Seznam použité literatury	106
	Seznam grafů, rovnic, schémat a tabulek	109
	Seznam příloh	113

Úvod

Požadavky investorů, vlastníků a dalších zájmových skupin, znát vedle účetní i tržní hodnotu, přidává na aktuálnosti tématu oceňování podniku. Největším významem ocenění je v případě, kdy je nutné znát tržní hodnotu podniku při jeho prodeji, akvizici, fúzi a uvedením společnosti na organizované finanční trhy.

Tržní hodnota je výsledkem hluboké analýzy prostředí, ve kterém podnik působí, a vnitřního potenciálu společnosti. Pro vedení podniku může být tržní hodnota nástrojem pro kontrolu a řízení efektivitu činnosti a podkladem pro důležitá strategická rozhodnutí.

Samotný proces oceňování je poměrně komplexní disciplínou. Vyžaduje odborné znalosti a dovednosti oceňovatele v oblasti tržního hospodářství, podnikové ekonomiky, finanční analýzy a plánování a samotných metod oceňování, jejichž výběr záleží na účelu výsledného ocenění, které je vždy ovlivněno dostupností a věrohodností nutných informací a subjektivním postojem samotného oceňovatele.

Cíle práce

Cílem práce je návrh ocenění výrobního podniku XY s.r.o. k datu 31.12.2011. Účelem ocenění bude stanovení hodnoty podniku pro potřeby vlastníků společnosti. Význam bude mít také pro management, který na základě závěru ocenění může činit důležitá strategická rozhodnutí. Lze tedy hovořit o stanovení objektivizované hodnotě podniku.

Proces ocenění vyžaduje komplexní zpracování analýz, které opodstatňují závěr ocenění. Dílčími cíly pak jsou

1) Vypracování strategické analýzy a definice výnosového potenciálu podniku.

- ❖ Určení a analýza relevantního trhu.
- ❖ Analýza externího prostředí podniku.
- ❖ Analýza interních faktorů úspěchu podniku

2) Analýza finančního zdraví společnosti.

- ❖ Analýza struktury a trendů bilance a výsledovky.
- ❖ Analýza čistého pracovního kapitálu a peněžních toků.
- ❖ Analýza poměrových ukazatelů

3) Sestavení finančního plánu na plánované období.

- ❖ Plánovaná rozvaha.
- ❖ Plánovaný výkaz zisků a ztráty.
- ❖ Plánovaný přehled peněžních toků.

4) Výběr a aplikace metod výnosového ocenění podniku.

- ❖ Metoda diskontovaných čistých peněžních toků.
- ❖ Metoda ekonomické přidané hodnoty.

1 Teoretická východiska práce

Teoretické části práce se budu zabývat výčtem a objasněním jednotlivých kroků vlastního procesu ocenění podniku. Úvodem této kapitoly vymezím pojmy podnik a jeho hodnota, dále se budu zabývat teorií strategické a finanční analýzy a na závěr objasním vybrané metody oceňování podniku.

1.1 Podnik jako předmět ocenění

Obchodní zákoník vymezuje podnikání jako: „*Soustavnou činnost prováděnou podnikatelem samostatně vlastním jménem a na vlastní zodpovědnost za účelem dosažení zisku.*“ (§2 odst. (1) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník)

Pro účely této práce je však tuto definici podnikání nutné doplnit, že činnost podnikání nemůže být v dnešních tržních podmínkách efektivní a úspěšné bez uspokojování potřeb zákazníků produkty a službami s cílem maximalizace bohatství vlastníků. Proces podnikání lze obecně definovat jako soustavné dosahování podnikatelských cílů.

Pojem „podnik“ je v dostupné odborné literatuře definován různě. Obecně lze použít definici, kterou nabízí §5 obchodního zákoníku, který podnik definuje následovně: „*Podnik je 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.*“

(§5 odst. (1) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník)

Znaky podniku

- Vazby s okolím - podnik je obklopen okolím, které skýtá příležitosti i hrozby.
- Výrobní proces - firma se skládá ze složek vyplývajících z výrobního procesu.
- Cílové chování podniku - základní filosofií podniku je ustavičné dosahování cílů vlastníků.
- Struktura - prvky podniku jsou v určitém, přesně definovaném, vzájemném vztahu.

- Dynamičnost - k zachování existence a k dosažení úspěchu musí být podnik dynamický, musí se měnit v čase a být schopen rychlé adaptace na vnější podmínky.
- Sociální charakter - organizace je součástí lidské společnosti a sám se ze skupiny lidí skládá.
- Procesy - v každém podniku probíhají procesy, tj. ucelené aktivity, hmotné, energetické, sociální, informační a hodnotové. (KONEČNÝ, 2007)

1.2 Hodnota podniku

Hodnota podniku je v zásadní míře ovlivněna tím, jaký budoucí užitek vlastníci očekávají z provozování podnikatelské činnosti a držení podniku. Užitek může být vnímán v mnoha různých hladinách, v zásadě lze však užitek rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který není bezprostředně vyjádřen peněžním ekvivalentem. Pro účel tématu této práce se však omezím pouze na užitek, který je možno finančně vyjádřit.

(MAŘÍK, 2011)

„Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy diskontovanými na jejich současnou hodnotu.“ (MAŘÍK, 2011, s. 20)

Hodnota tedy není objektivní vlastnost. Pro účely ocenění je dána projekcí budoucího vývoje, jde tedy o odhad, který je v zásadě názorem oceňovatele. Kvůli takovému faktu nelze přesně stanovit algoritmus, na základě kterého by bylo možné hledanou hodnotu přesně určit. Na výslednou hodnotu bude mít značný vliv skutečnost, k jakému účelu je ocenění provedeno a na subjektu, z jehož hlediska je hodnota stanovena.

(MAŘÍK, 2011)

1.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Dle toho na jakých hladinách podnik oceňujeme, rozlišujeme dvě základní hodnoty podniku. (MAŘÍK, 2011)

- 1) **Hodnota brutto** - vyjadřuje hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Složky podnikání, které jsou předmětem takového ocenění, jsou také vymezeny v §6 obchodního zákona, který tento majetek

definuje jako: „*Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.*“

(§6 odst. (2) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník)

- 2) **Hodnota netto** - tato hodnota vychází z ocenění vlastního jmění podniku, jde tedy o ocenění na úrovni vlastníků. Vymezení hodnoty netto také nabízí §6 obchodního zákona, kde je definice čistého obchodního majetku. „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*“

(§6 odst. (3) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník)

V odstavci 4 je pak uvedeno vymezení vlastního kapitálu následovně: „*Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.*“

(§6 odst. 4) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník)

1.2.2 Standardy hodnoty

Kategorie hodnoty lze chápat jako přístup k ocenění podniku. Postupem času se vyvinuly čtyři základní typy hodnoty.

1) Tržní hodnota

Tato kategorie vychází z představy, že existuje reálný trh s podnikatelskými subjekty. Na takovém trhu existuje velký počet koupěchtivých kupujících a ochotných prodávajících, kteří tvoří poptávku a nabídku. Výsledkem takového jednání je tržní cena. Mezinárodní standardy pro ocenění nabízí definici tržní hodnoty jako: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumě a bez nátlaku.*“ (IVS, 2005, s. 82)

Pojem tržní hodnota předpokládá cenu, která je výsledkem poptávky a nabídky na volném a konkurenčním trhu. Oceňování je pak do značné míry založeno na

informacích spojených se srovnatelnými statky. Samotný proces ocenění pak vyžaduje důkladnou analýzu relevantního trhu. Pro účel této práce je však nutné doplnit, že tržní hodnota nemusí být jen a pouze odvozená z cen příbuzného aktiva na trhu, může být věrohodně zjištěna různými metodami, nejvíce pak metodami výnosovými.

(MAŘÍK, 2011)

Červená kniha (Statement of Assets Valuation Practice and Guidance Notes), která nabízí základné principy a metody oceňování, uvádí současný stav definic tržní hodnoty následovně:

- Open market value- otevřená tržní hodnota. Tato definice pracuje s předpokladem, že majetek byl předmětem obchodu, účastníci obchodu vzájemně odsouhlasili podmínky, tedy představuje směnnou hodnotu, za kterou by byl majetek prodán toho okamžiku.
 - Estimated realization price- odhadní realizační cena. Znamená představu o výši hotovosti, které bere v úvahu odhadce ke dni odhadu.
 - Estimated restricted realization price- odhadní restriktivní cena.
- (KISLINGEROVÁ, 1999)

2) Investiční hodnota

Investiční nebo také subjektivní hodnota, je ovlivněna očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího. Takový pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, který má určité investiční cíle a kritéria. Základní charakteristiky subjektivní hodnoty jsou:

- odhad budoucích peněžních toků je do značné míry ovlivněn požadavky a představami manažerů podniku. Výsledná hodnota tedy prezentuje představy řídících pracovníků oceňovaného subjektu,
 - diskontní sazba je stanovena na základě alternativních možností investovat.
- (MAŘÍK, 2011)

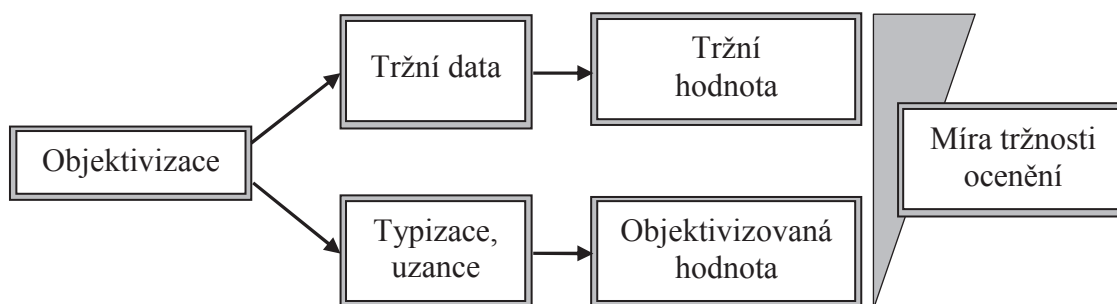
3) Objektivizovaná hodnota

Je typizovanou výnosovou hodnotou, která je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v dosavadní činnosti, v nezměněném konceptu, při využití realistických

očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu společnosti. Objektivizovanou hodnotu lze tedy obecně definovat jako obecně přijatelnou hodnotu podniku. (MAŘÍK, 2011)

Koncepce objektivizované hodnoty bere v prvním stupni v úvahu jen skutečnosti relevantní k datu ocenění, ve druhém stupni se berou v úvahu všeobecně uznávaná fakta týkající se budoucnosti a na závěr se mohou připustit ryze subjektivní hlediska. Proces objektivizace je postup založený na datech, která nejsou závislá na konkrétním znalci či investorovi, a obecně přijímaných metodách. Objektivizace jde v zásadě provést dvěma základními metodami, a to použitím dat z trhu nebo použitím odbornou veřejností schválené uzance. (MAŘÍK, 2011)

Schéma 1: Vztah tržní a objektivizované hodnoty (Zdroj: MAŘÍK, 2011).



1.3 Předpisy pro ocenění podniku.

V českých podmínkách doposud neexistuje žádný, obecně závazný, zákon pro ocenění podniků. Oceňovatelé se v tuzemských podmínkách opírají především o ekonomickou teorii. Jsou však dostupné předpisy, které lze při procesu ocenění částečně uplatnit.

1) České předpisy:

a) *Zákon o oceňování majetku č. 151/ 1997 Sb. A na něj navazující vyhlášky MFČR.*

Tento zákon lze uplatnit pouze v některých případech. Předpisy neobsahují žádné informace o samotném procesu ocenění, týkají se spíše ocenění dílčích majetkových položek a je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o:

- konkursu, vyrovnání a soudních poplatcích,
- dani dědické, darovací, z převodu nemovitostí, z přidané hodnoty,
- dani z příjmů a soudních poplatcích.

b) *Metodický pokyn ČNB.*

Tento pokyn je speciálně určený pro oceňovatele podniků, však pouze pro znalecké posudky předkládané České národní bance. Jedná se především o ocenění, která mají dokázat přiměřenost ceny akcií např. při povinných nabídkách na odkoupení majoritních podílů, při squeeze - outs apod.

(MAŘÍK, 2011)

2) Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

Tyto standardy nemají povahu obecně závazného předpisu, jedná se pouze o doporučení, která by měla být při oceňování respektována. Obsahují definice hodnoty a rámcové zásady, které by měly být zohledňovány při ocenění podniků. Mezinárodní standardy vydává výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy. Evropské oceňovací standardy pak zveřejňuje Evropská skupina odhadcovských asociací. (MAŘÍK, 2011)

3) Národní standardy některých zemí

Při ocenění lze vycházet z doporučení, která jsou platná v určité zemi, ale pro ocenění podniku jsou relevantní.

1) *Americké oceňovací standardy US PAP*

Tyto standardy jsou zpracované Americkou společností odhadců. Jejich význam, pro české prostředí, vychází z dlouholeté tradice oceňování podniků v USA. Nemalé množství postupů oceňovacího procesu pochází právě z těchto standardů.

2) *Německý standard IDW S1*

Standard je vydáván institutem německých auditorů. Jako jediný z uvedených je určen speciálně pro účel ocenění podniků. (MAŘÍK, 2011)

1.4 Postup při ocenění podniku

„Oceňování podniku znamená, že zpracovatel stojí před velmi náročným úkolem, v rámci kterého řeší celou řadu problémů dříve, než dojde k závěrečnému výroku o hodnotě podniku.“ (KISLINGEROVÁ, 1999, s. 15)

Samotný postup procesu ocenění musí vycházet ze základní myšlenky důvodu ocenění. Je tedy nutné ujasnit si, jaký účel má ocenění splnit a jaká hodnota podniku má být zjištěna. (MAŘÍK, 2011)

Na základě dostupných teoretických východisek a praktických zkušeností lze obecně definovat postup ocenění následovně. (MAŘÍK, 2011)

1) Strategická analýza

2) Finanční analýza

Na základě předchozích analýz je možné posoudit celkový stav podniku, jeho konkurenční sílu, tržní příležitosti a jeho schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. (MAŘÍK, 2011)

3) Výběr metody ocenění dle účelu ocenění a stanovení hodnoty

Ocenění podniku je vyjádření jeho hodnoty pomocí peněžní částky. Jedná se tedy o ocenění potenciálu podniku peněžním ekvivalentem. Dnešní odborná literatura nabízí tři základní okruhy oceňovacích metod. Jsou to:

- a) Ocenění na základě analýzy výnosů
- b) Ocenění na základě analýzy trhu
- c) Ocenění na základě analýzy majetku

(MAŘÍK, 2011)

1.5 Strategická analýza

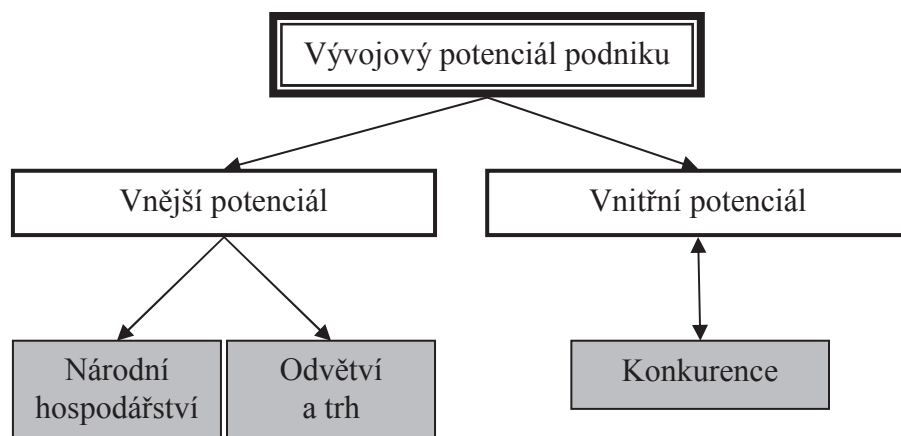
Strategická analýza je klíčovou částí ocenění. Její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál podniku. (MAŘÍK, 2011)

Celkový výnosový potenciál je složen z:

- 1) Vnější potenciál - ten lze kvalifikovat jako příležitosti a hrozby, jež nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje.
- 2) Vnitřní potenciál - zde se jedná o identifikaci silných a slabých stránek podniku. (MAŘÍK, 2011)

Strategická analýza je stěžejní pro věrohodnost výsledného ocenění a měla by obsahovat konkrétní výsledky.

Schéma 2: Analýza vývoje potenciálu podniku. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)



1.5.1 Postup strategické analýzy

Dnešní odborná literatura nabízí mnoho postupů a nástrojů strategické analýzy. Pro účel jsem si vybral následující členění strategické analýzy. (SEDLÁČKOVÁ, 2001)

1.5.1.1 Analýza makroprostředí

Podnik nefunguje samostatně, je obklopen okolím, které ho ovlivňuje. Makrookolí působí na podnik vlivy, které on sám nemůže nijak ovlivnit, může však na ně reagovat a rychlost a kvalita takové reakce může rozhodovat o úspěchu či zániku podnikatele. (SEDLÁČKOVÁ, 2001)

Pro analýzu makroprostředí použijí v práci analýzu PEST, která analyzuje čtyři faktory vnějšího okolí podniku. Jsou to faktory:

- politické,
- ekonomické,
- sociální a demografické,
- technické a technologické. (SEDLÁČKOVÁ, 2001)

1.5.1.2 Analýza mikroprostředí

Mikroprostředím je, mimo jiné, odvětví, ve kterém podnik uskutečňuje podnikatelskou činnost. Velká váha je přidělována analýze konkurenčního prostředí. Pro analýzu mikrookolí jsem si vybral Porterův model 5 konkurenčních sil. Vzájemným působením

takových sil je utvořena atraktivita a výnosový potenciál daného odvětví. Hybnými silami jsou:

- stávající konkurence v odvětví,
- hrozba vstupů nových substitutů,
- hrozba vstupů nových konkurentů,
- odběratelé a jejich vyjednávací síla,
- dodavatelé a jejich vyjednávací síla. (SEDLÁČKOVÁ, 2001)

1.6 Analýza finančního zdraví podniku

Finanční analýza má za úkol komplexní posouzení finančního zdraví podniku. Účelem je odhalit, zda podnik efektivně využívá dostupných zdrojů k naplňování podnikatelských cílů. Ze závěrů analýzy by tedy mělo být patrné, zda je podnik dostatečně ziskový, zda má optimální kapitálovou strukturu, zda efektivně využívá svých aktiv a v neposlední řadě, zda je schopen včas dostát všem svým závazkům. (KNÁPKOVÁ, 2010)

„Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena v účetních výkazech. Finanční analýzy v sobě zahrnují hodnocení firemní minulosti, současnosti a předpovídání budoucích finančních podmínek.“ (RŮČKOVÁ, 2010, s. 9)

Dle odborné literatury analýza finančního zdraví tvoří nedílnou součást finančního řízení podnikatelského subjektu. Mezi stěžejní a základní cíle takového řízení patří zejména dosahování finanční stability, to lze hodnotit dvěma základními kritérii:

- vytváření dostatečného zisku, zajišťování dostatečného přírůstku majetku a dosahování požadovaného zhodnocení vloženého kapitálu,
- zajištění trvalé platební schopnosti podniku. (RŮČKOVÁ, 2010)

„Finanční zdraví podniku závisí na jeho výkonnosti a finanční pozici. Vyjadřuje míru odolnosti financí podniku vůči externím a interním provozním rizikům za dané finanční situace.“ (GRÜNWALD, 2007, s. 23)

1.6.1 Metody finanční analýzy

V dnešní době odborné literatury nabízejí mnoho metod a ukazatelů, které pomáhají hodnotit finanční zdraví podniku. Pro účel této práce jsem vybral pouze základní techniky, které podrobně uvedu v dalším textu.

1.6.1.1 Analýza absolutních ukazatelů

Hodnocení finanční situace využívá data obsažená v účetních výkazech.

1) Analýza trendů

Jinak řečeno vertikální analýza porovnává absolutní či relativní změny položek výsledovky a bilance v čase.

2) Procentní analýza komponent

Při vertikální analýze je posuzováno složení a struktura aktiv potřebných pro výrobní a obchodní aktivity podniku, a struktura kapitálu potřebná ke krytí majetku společnosti. V takovém případě se jedná o vertikální analýzu aktiv a pasiv. V práci bude také použita vertikální analýza výkazu zisků a ztrát. V tomto případě bude posuzována struktura nákladů a výnosu vzhledem k tržbám. (SEDLÁČEK, 2001)

1.6.1.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Pro potřeby práce bude analyzován pouze čistý pracovní kapitál. Jedná se o nejčastěji využívaný ukazatel, jenž je vyjádřen jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými dluhy. Rozdíl pak obecně představuje tu část oběžného majetku, která je financována dlouhodobým kapitálem, který je relativně volný a vytváří finanční polštář pro zajištění hladkého průběhu podnikatelské činnosti. (SEDLÁČEK, 2001)

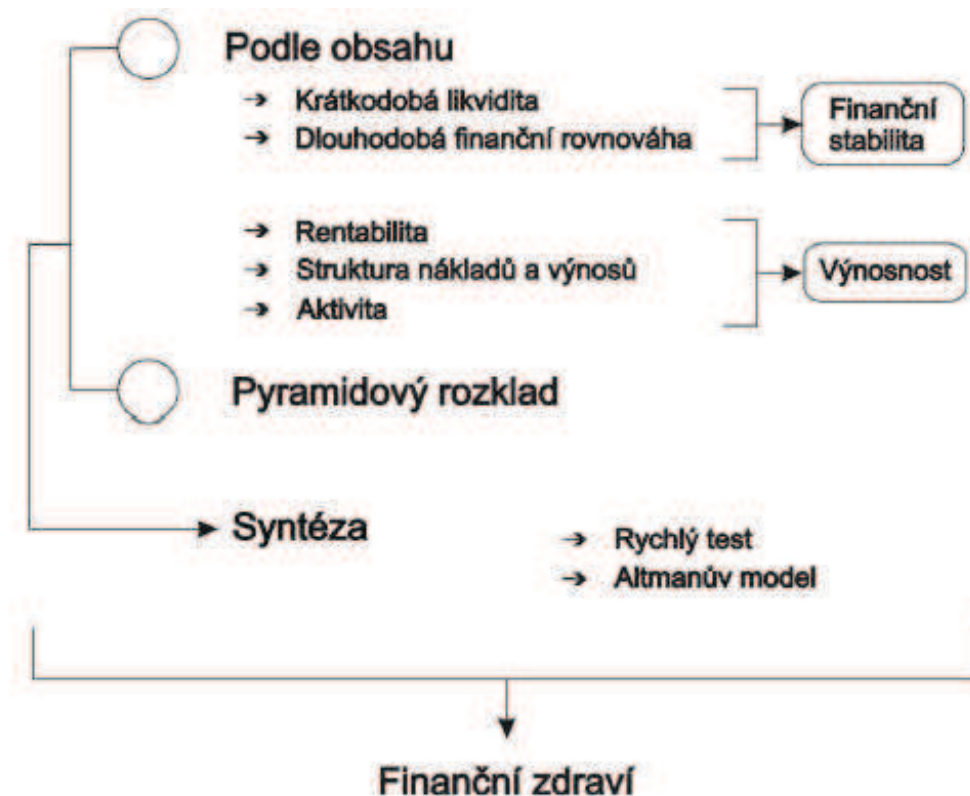
1.6.1.3 Analýza poměrových ukazatelů

Finanční poměrové ukazatele se sestavují jako podíl mezi dvěma či více absolutních ukazatelů. Umožňují získání rychlého přehledu o základních finančních charakteristikách společnosti. (SEDLÁČEK, 2001)

Poměrové ukazatele lze sestavovat jako podílové či vztahové. Důvody jejich široké využitelnosti jsou:

- umožňují provádět analýzu časového vývoje finančního zdraví podniku,
- jsou vhodným nástrojem mezipodnikového srovnání a
- mohou být používány jako vstupní údaje matematických modelů, které umožňují postihnout závislosti mezi jevy, hodnotit rizika a prognózovat budoucí vývoj. (SEDLÁČEK, 2001)

Schéma 3: Rozbor poměrových ukazatelů. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)



1) Ukazatele výnosnosti¹

Jsou měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, realizovat zisk použitím investovaných prostředků. V základní rovině je ziskovost vyjádřena poměrem různé úrovně zisku k použitému kapitálu. (RŮČKOVÁ, 2010)

¹ RŮČKOVÁ, 2010.

Tabulka 1: Ukazatele rentability. (Zdroj: SEDLÁČEK, 2001)

Rentabilita	Zkratka	Vztah pro výpočet
Celkových aktiv	ROA	$\frac{\text{provozní VH}}{\sum \text{Aktiva}}$
Celkových aktiv vlivem zdaněných úroků	ROA	$\frac{\text{čistý zisk} + \text{úroky}(1 - d)}{\sum \text{Aktiva}}$
Vlastního kapitálu	ROE	$\frac{\text{čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$
Tržeb	ROS	$\frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}$
Dlouhodob. zdrojů	ROCE	$\frac{\text{čistý zisk} + \text{úroky}(1 - d)}{\text{dlouhodob. záv.} + \text{VK}}$

Pozn: Koeficient d vyjadřuje sazbu daně z příjmů právnických osob dle platné legislativy.

2) Ukazatele aktivity

Posuzují míru efektivity využití majetku společnosti. Má-li podnik nadbytečné množství aktiv, vznikají tím neúměrně vysoké náklady a tím se snižuje úroveň dosaženého zisku. Pokud má naopak nedostatek kapacit, je nucena vzdát se podnikatelských příležitostí a tím přichází o potencionální výnosy. (SEDLÁČEK, 2001)

Tabulka 2: Ukazatele řízení aktiv. (Zdroj: SEDLÁČEK, 2001)

Ukazatel aktivity	Vztah pro výpočet
Obrat celkových aktiv	$\frac{\text{tržby}}{\sum \text{Aktiva}}$
Obrat stálých aktiv	$\frac{\text{tržby}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$
Doba obratu zásob	$\frac{\text{zásoby}}{\text{denní tržby}}$
Doba obratu obch. pohledávek	$\frac{\text{pohledávky z obch. vztahu}}{\text{denní tržby}}$
Doba obratu obch. závazků	$\frac{\text{závazky z obch. vztahu}}{\text{denní tržby}}$

3) Ukazatele likvidity

Likviditou rozumíme schopnost podniku hradit své závazky. Lze ji definovat jako souhrn všech disponibilních likvidních prostředků, které má firma k dispozici pro úhrady svých závazků. Solventnost znamená schopnost podniku hradit své dluhy v plném rozsahu v den jejich splatnosti, je tedy nutnou podmínkou pro zachování existence firmy.

Ukazatele likvidity obecně poměřují to, čím je možno platit s tím, co je nutné platit. Zabývají se nejpohotovější částí majetku společnosti a rozdělují se podle likvidnosti položek aktiv. (KNÁPKOVÁ, 2010)

Tabulka 3: Ukazatele likvidity. (Zdroj: KNÁPKOVÁ, 2010)

Ukazatel likvidity	Vztah pro výpočet
III. stupně	$\frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodob. cizí zdroje}}$
II. stupně	$\frac{\text{kr. pohledávky} + \text{kr. fin. majetek}}{\text{krátkodob. cizí zdroje}}$
I. stupně	$\frac{\text{kr. fin. majetek}}{\text{krátkodob. cizí zdroje}}$
Z provozního CF	$\frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{krátkodob. cizí zdroje}}$

4) Ukazatele zadluženosti

Analyzují vztah mezi vlastními zdroji financování a dluhy. Ukazatele slouží jako indikátory rizika, které podnik nese při dané struktuře vlastního a cizího kapitálu. (SEDLÁČEK, 2001)

Tabulka 4: Ukazatele zadluženosti. (Zdroj: SEDLÁČEK, 2001)

Ukazatel zadluženosti	Vztah pro výpočet
Celková zadluženost	$\frac{\text{cizí zdroje}}{\sum \text{Aktiva}}$
Koeficient zadluženosti	$\frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$
Dlouhodobé krytí aktiv	$\frac{\text{vlastní kap.} + \text{dl. cizí zdroje}}{\text{dlouhodob. majetek}}$
Úrokové krytí	$\frac{\text{provozní VH}}{\text{nákladové úroky}}$

1.7 Vymezení provozně nutných aktiv

Nutnost rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná vychází z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro který byl zřízen. Pro toto základní zaměření podnik potřebuje nezbytná aktiva v určité velikosti a struktuře, dle druhu a odvětví, ve kterém podnikatelsky subjekt působí. Taková nezbytná aktiva jsou označena jako provozně nutná. U většiny metod ocenění podniku by rozdělení mělo být provedeno, důvody jsou následující:

- část majetku není zcela využívána k podnikatelské činnosti a neplynou z něho žádné, nebo nepatrné, výnosy,
- nepotřebná aktiva sebou nesou odlišná rizika od rizik hlavního provozu a
- pro ocenění provozních a neprovozních aktiv je nutné použít rozdílné metody ocenění majetku. (MAŘÍK, 2011)

1.7.1 Vymezení nejčastějších neprovozních aktiv

1) Krátkodobý finanční majetek

Pokud tato položka obsahuje krátkodobé podíly a cenné papíry, nelze je obecně považovat za dlouhodobé uložení peněz a mohou být v dohledné době prodány, aniž by tím byla dotčena hlavní činnost podniku.

Určitá výše peněžních prostředků je nezbytná k zajištění provozu společnosti. Řada podniků však udržuje stav peněz vyšší než je z hlediska provozu nutné. Tato položka by se měla přezkoumat a případný neprovozní přebytek odečíst. Nutnou provozní výši peněz lze stanovit na požadované úrovni likvidity, či absolutní částkou dle požadavků investorů a managementu. (MAŘÍK, 2011)

2) Dlouhodobý finanční majetek

Pokud mají finanční investice portfoliový charakter, slouží tedy k dlouhodobému uložení peněz, a nemají úzkou souvislost s hlavní činností podniku, potom by měly být z provozních aktiv vyčleněny. V souvislosti s vyčleněním vybraných investic je pak třeba nutné vyjmout výnosy a případné náklady s těmito investicemi spojenými. (MAŘÍK, 2011)

3) Ostatní provozně nepotřebná aktiva

Příkladem dalšího majetku, který v mnoha případech nelze zařadit do provozních aktiv, může být:

- nemovitosti sloužící jinému účelu, než k hlavní činnosti,
- pohledávky, které nesouvisejí s hlavní provozní činností,
- nepotřebné zásoby či nedobytné pohledávky a nadbytečné množství provozního majetku. (MAŘÍK, 2011)

1.7.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Jakmile je majetek podniku rozdělen na aktiva provozně nutná a neprovozní, je na místě vyčíslit investovaný kapitál do provozních aktiv, a to za celé zkoumané období. Takové veličiny budou klíčové při dalších částech procesu ocenění. (MAŘÍK, 2011)

Kalkulace provozně nutného investovaného kapitálu vychází z bilance podniku, která je upravena ve dvou směrech:

- 1) Majetek podniku je „očištěn“ o neprovozní aktiva.
- 2) Oběžný majetek je ponížen o závazky, u kterých nejsme schopni vyjádřit jejich náklady. Takovou úpravou majetku dostáváme tzv. upravený pracovní kapitál. (MAŘÍK, 2011)

1.7.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

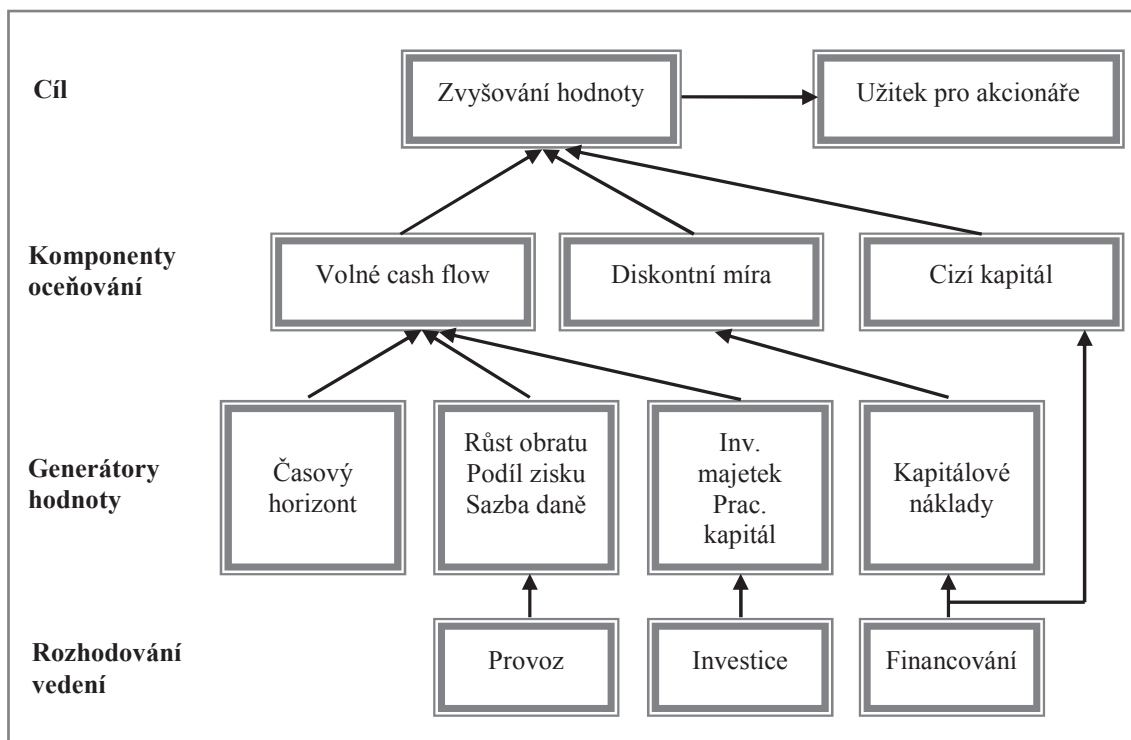
Pokud je bilance podniku upravena a omezena pouze na provozně nutný majetek, je pak nutné vyloučit z výsledovky společnosti náklady a výnosy, které souvisejí s neprovozním majetkem. Dle prof. Maříka je praktické vycházet z provozního výsledku hospodaření, tím je zajištěno, že do výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření nebude vstupovat výsledek hospodaření z mimořádné a dalších neprovozních činností. (MAŘÍK, 2011)

„Korigovaný výsledek hospodaření je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.“ (MAŘÍK, 2011, S. 123)

1.8 Analýza generátorů hodnoty

Za generátory hodnoty lze považovat soubor několika podnikohospodářských veličin, jejichž souhrnem se dá vyjádřit hodnota podniku. (MAŘÍK, 2011)

Schéma 4: Generátory hodnoty. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)



Obecně odborná literatura uvádí 4 základní generátory hodnoty. Jsou to:

- 1) tržby a jejich růst,
- 2) marže provozního zisku,
- 3) investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého pracovního majetku. (MAŘÍK, 2011)

1.8.1 Tržby

Prognóza budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy s ohledem na kapacitní možnosti podniku. Kapacitní možnosti jsou zde však pouze jako omezující podmínka. (MAŘÍK, 2011)

1.8.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je dalším klíčovým generátorem hodnoty. Její výpočet by měl vycházet z korigovaného výsledku hospodaření (dále jen *KPVH*) a to navíc před odpočtem odpisů, neboť odpisy je vhodné plánovat až v souvislosti s investicemi do dlouhodobého majetku. (MAŘÍK, 2011)

Dle prof. Maříka je vhodné sestavit dvě nezávislé prognózy, prognózu shora a prognózu zdola, a postupně prognózy sladit do jednotného výsledku ziskové marže.

1.8.2.1 Prognóza ziskové marže shora

Tento přístup vychází z propočtů marže za minulost a zdůvodněným vývojem marže v budoucnosti. Postup sestavení je následující:

- 1) Výpočet KPVH před daněmi a odpisy a z něho odvozenou ziskovou marži.
- 2) Takto vypočtenou ziskovou marži podrobíme analýze, zejména v souvislosti s konkurenční pozicí podniku.
- 3) V souladu s provedenou analýzou faktorů, které ovlivňovaly ziskovou marži v minulosti, provedeme odhad výše ziskové marže do budoucna.
- 4) Dopočítáme KPVH. (MAŘÍK, 2011)

1.8.2.2 Prognóza ziskové marže zdola

Při této metodě prognózy je nutné postupovat následovně:

- 1) Sestavení hlavních nákladových položek provozní činnosti.
- 2) Prognózu lze doplnit o méně významné nákladové a výnosové položky, dle potřeby konkrétního ocenění.
- 3) Vyjádření KPVH rozdílem plánovaných nákladů a výnosů.
- 4) Z takového zisku a prognózovaných tržeb lze dopočítat ziskovou marži jako podíl KPVH a plánovaných tržeb. (MAŘÍK, 2011)

Rovnice 1: Vztah pro výpočet provozní ziskové marže. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$$\text{Provozní zisková marže } (r_{zp_x}) = \frac{\text{KPVH před daněmi}}{\text{tržby}}$$

„Výsledkem takového postupu by měla být prognóza ziskové marže dobře podložená a zdůvodněná postavením podniku a zároveň reálně vyhlížející prognóza nákladových položek, která umožní sestavit kompletní plánovanou výsledovku.“

(MAŘÍK, 2011, s. 128)

1.8.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál, ve smyslu generátoru hodnoty, je poněkud odlišný od ukazatele, který je běžně používán pro účel finanční analýzy. Pro potřeby ocenění prochází pracovní kapitál dvěma základními modifikacemi:

- 1) Od oběžných aktiv je odečítán krátkodobý neúročený cizí kapitál.
- 2) Všechny započítané položky jsou upraveny na provozně nutnou výši, jak bylo uvedeno v kap. 1. 7. (MAŘÍK, 2011)

Prognóza pracovního kapitálu vychází z vyjádření náročnosti růstu tržeb na položky pracovního kapitálu. Analýza položek prac. kapitálu se provádí následujícím způsobem:

- 1) Analýza náročnosti výkonů na jednotlivé položky pracovního kapitálu.
Je nutné identifikovat a vymezit vazbu mezi tržbami a složkami prac. kapitálu. Pro účel této práce bude pro vymezení vazeb použit ukazatel doby obratu ve dnech. (MAŘÍK, 2011)

- 2) Vymezení hlavních faktorů a příčin, které ovlivnili dosavadní vývoj položek.

U zásob se jedná především o:

- nákupní politika,
- dodavatelské cykly,
- úroveň pojistných zásob a
- způsob doplňování zásob.

U pohledávek lze analyzovat například tyto faktory:

- poskytování obchodních úvěrů,
- vyjednávací pozice podniku vůči odběratelům nebo
- credit management a systém vymáhání pohledávek.

Co se týče obchodních závazků, může se jednat o obdobné faktory:

- vyjednávací pozice vůči dodavatelům a
- snaha o využívání skont. (MAŘÍK, 2011)

3) Odhad vlivů, analyzovaných faktorů, do budoucna a prognóza vývoje náročnosti tržeb na položky pracovního kapitálu. (MAŘÍK, 2011)

Z předchozích analytických propočtů získáme následující závěry:

- Prognózované absolutní velikosti pracovního kapitálu.
- Koeficient náročnosti růstu tržeb (X) na pracovní kapitál (WC). (MAŘÍK, 2011)

Rovnice 2: Vztah pro výpočet koeficientu náročnosti tržeb na prac. kap. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$$k_{wc} = \frac{\Delta WC}{\Delta X}$$

1.8.4 Investice do dlouhodobého provozního majetku

Plánování tohoto generátoru je nejobtížnější ze všech uvedených. Hlavním důvodem je, že investiční činnost se zpravidla nevyvíjí plynulým způsobem.

Vhodným východiskem, pro prognózu investic, je analýza dosavadního vývoje. Je-li k dispozici časová řada, ze které jsou patrné tendence v technickém vývoji a cenách, lze věrohodně stanovit závislost investic do dlouhodobého majetku na tržbách. Z cyklu obnovy majetku a růstu výkonů lze pak odvodit přiměřenou představu o budoucích investicích do stálých aktiv. (MAŘÍK, 2011)

Plánování investiční náročnosti vychází z analýzy využití provozních stálých aktiv ve vztahu k tržbám. Pro vyjádření relace mezi investicemi a výkony podniku použijí v práci koeficient náročnosti růstu tržeb na netto investice do dlouhodobého majetku (k_{DMn}). (MAŘÍK, 2011)

Rovnice 3: Koeficientu náročnosti růstu tržeb na investice netto. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$$k_{DMn} = \frac{\Delta \text{provozního dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

1.8.5 Ocenění podniku využitím generátorů hodnoty

Generátory hodnot je možné použít pro předběžný odhad hodnoty podniku. V první fázi ocenění můžeme na základě strategické analýzy a dosavadního vývoje generátorů hodnoty odhadnout průměrné výše generátorů a jejich využitím modelovat výnosové rozpětí podniku. Pro výpočet výnosové hodnoty podniku lze použít následující vztah. (MAŘÍK, 2011)

Rovnice 4: Výpočet výnosové hodnoty podniku na základě generátorů hodnot. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$$H_b = \frac{X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

kde: X = tržby
 g = tempo růstu tržeb
 t = čas
 i_k = odhadovaná diskontní míra

1.9 Sestavení finančního plánu

Cílem této práce je ocenění podniku použitím některých z výnosových metod ocenění. Předpokladem pro takové ocenění podniku je sestavení kompletního finančního plánu. Ten se skládá z plánované bilance, výsledovky a z plánu peněžních toků.

Sestavení finančního plánu obecně nelze bez konzultace s vedoucími pracovníky oceňovaného subjektu. „*Zásadně je však třeba varovat před automatickým přebíráním plánů managementu v případě, že cílem ocenění je zjištění tržní nebo objektivované hodnoty.*“ (MAŘÍK, 2011, s. 150)

Při sestavení plánu lze vycházet z podnikových plánů, ale za finální verzi obecně zodpovídá oceňovatel sám.

Z předešlého kroku oceňovacího procesu, prognózy generátorů hodnoty, jsou již naplánované položky, které se týkají hlavního provozu podniku a budou tvořit v zásadě kostru finančního plánu. Jsou to tyto stěžejní položky:

- tržby podniku,
- provozní zisk a z něho vyjádřené hlavní nákladové položky,

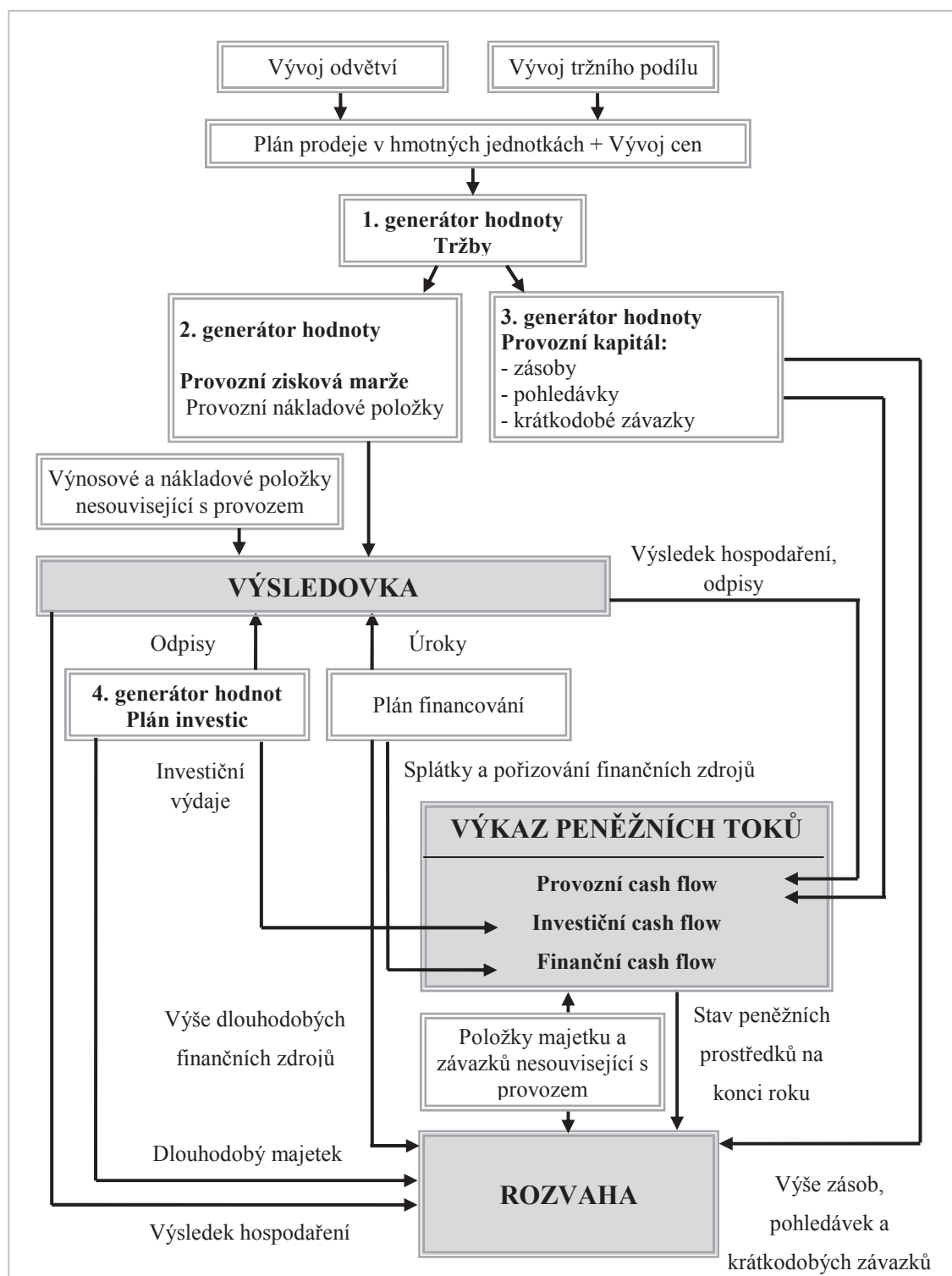
- plánovanou výši obchodních závazků, pohledávek a zásob,
- prognózu investic do dlouhodobého majetku. (MAŘÍK, 2011)

Pro konečné sestavení plánu je nutno předešlé položky doplnit o následující:

- 1) Plán financování, tedy splátky úvěrů, čerpání nových dluhů či různá navýšení vlastního kapitálu. Plán financování je také nezbytný pro stanovení nákladů kapitálu při určování diskontní míry.
- 2) Plánované generátory hodnoty mohou být doplněny o některé méně významné nákladové či výnosové položky, pohledávky a závazky.
- 3) Položky nesouvisející s hlavním provozem podniku. Může se jednat například o:
 - zisky z prodeje nepotřebného majetku,
 - případné investice do cenných papírů pokud jsou zjištěny peněžní přebytky.

Je však nutné stále rozlišovat, které položky majetku a výnosů se vážou k hlavnímu provozu společnosti.
- 4) Výplaty dividend, v případě akciové společnosti, či výplaty podílů na zisku vlastníkům. Tato úprava však pouze zvyšuje věrohodnost plánu a na výslednou hodnotu podniku by neměla mít vliv.
- 5) V závěru je nutné doplnit formální dopočty položek, které jsou nutné pro kompletní sestavení plánu a nebyly doposud vyjádřeny při sestavování dílčích plánů. Jedná se obecně o:
 - celkové peněžní toky,
 - nerozdělený zisk,
 - fondy ze zisku a jiné. (MAŘÍK, 2011)

Schéma 5: Postup sestavování finančního plánu. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)



Výkazy finančního plánu lze sestavit v méně podrobné podobě, než je používáno například v účetním výkaznictví.

1.10 Ocenění na základě výnosových metod

Skupina metod ocenění na základě výnosů vychází z předpokladu, že hodnota užitečného statku je dána užitekem, který přináší svému držiteli. Pokud bereme v úvahu hospodářské statky, kam se řadí i podnikatelský subjekt, tak jsou tímto užitekem očekávané výnosy. (MAŘÍK, 2011)

Dle toho, v jaké rovině považujeme výnosy za základ ocenění, rozlišujeme následující výnosové metody ocenění:

- 1) metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
 - 2) metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
 - 3) metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) a
 - 4) metody korigované, které kombinují výnosové a majetkové metody ocenění.
- (MAŘÍK, 2011, s. 163)

Výnosy, při použití výnosových metod ocenění, mohou být modifikovány z několika hledisek:

- 1) kategorie hledané hodnoty,
- 2) způsob kalkulace cen a
- 3) způsob kalkulace daní. (MAŘÍK, 2011)

1.10.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

„Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku - podniku, přesně tedy odrážejí teoretickou definici hodnoty.“

(MAŘÍK, 2011, s.164)

Obecně lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty podniku.

- 1) Metoda DCF entity. (*entity zde označuje podnik jako celek*)

Výpočet probíhá ve dvou krocích. Vychází se z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Jejich diskontováním pak dostaneme brutto hodnotu podniku jako celku. Hodnota vlastního kapitálu je pak vypočtena odečtením cizích zdrojů ke dni ocenění. (MAŘÍK, 2011)

- 2) Metoda DCF equity. (*equity zde označuje pouze vlastní kapitál*)

Použitím této metody je hodnota podniku vypočtena diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici pouze pro vlastníky podniku. (MAŘÍK, 2011)

3) Metoda DCF APV. (upravená současná hodnota)

„Tato metoda dělí výpočet opět do dvou kroků jako metoda entity. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku, v tomto případě však jako součet dvou položek - hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto.“ (MAŘÍK, 2011, s. 165)

Pro účel této práce se budu dále zabývat pouze metodou DCF entity. Nejdůležitější determinantou u této metody je investovaný kapitál. „Základním znakem metody DCF entity je, že bezprostředním výsledkem procesu diskontování budoucích peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek, entita, je ovšem chápán nikoli na úrovni bilanční sumy, nýbrž právě na úrovni investovaného kapitálu.“ (MAŘÍK, 2011, s. 165)

1.10.1.1 Peněžní toky pro metodu DCF entity

Východiskem pro DCF entity je výpočet volného peněžního toku (FCF). Volným peněžním tokem se rozumí tvorba prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům. Z tohoto důvodu je nutné pracovat s konkrétnějším pojetím volného peněžního toku a tím je peněžní tok pro vlastníky a věřitele neboli peněžní tok do firmy (FCFF). (MAŘÍK, 2011)

Hlavní veličiny nutné pro výpočet FCFF jsou:

- korigovaný provozní výsledek hospodaření a
- investice. (MAŘÍK, 2011, s. 165)

Tabulka 5: Výpočet volného peněžního toku do firmy. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

1.	+ KPVH před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (KPVH x sazba daně)
3.	= KPVH po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v VH, které nejsou výdaji
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

8.	- Investice do pořízení provozních stálých aktiv
9.	= <i>Volný peněžní tok (FCFF)</i>

Investice pro výpočet FCFF

„Měly by být realizovány jen ty investice do podnikové činnosti, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu.“ (MAŘÍK, 2011, s. 174)

Investice do provozně nutných stálých aktiv jsou myšleny jako investice brutto. Jsou to tedy veškeré investice v podniku. Ty lze rozlišit na část investic, která je určená k obnově stávajícího majetku a část rozšiřovací, tedy investice netto. K odlišení těchto dvou částí se používá výše odpisů v posuzovaném roce. Pro výpočet investic lze použít následující vztahy. (MAŘÍK, 2011)

Tabulka 6: Výpočet investic pro potřeby FCFF. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$I_{\text{netto } t} = K_t - K_{t-1}$ $I_{\text{brutto } t} = K_t - K_{t-1} + O_t$
--

kde: $I_{\text{netto } t}, I_{\text{brutto } t}$ = investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t

K_t = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t

O_t = odpisy v roce t

1.10.1.2 Technika propočtu hodnoty podniku

„Technikou propočtu budeme rozumět všechny postupy, jimiž přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku.“

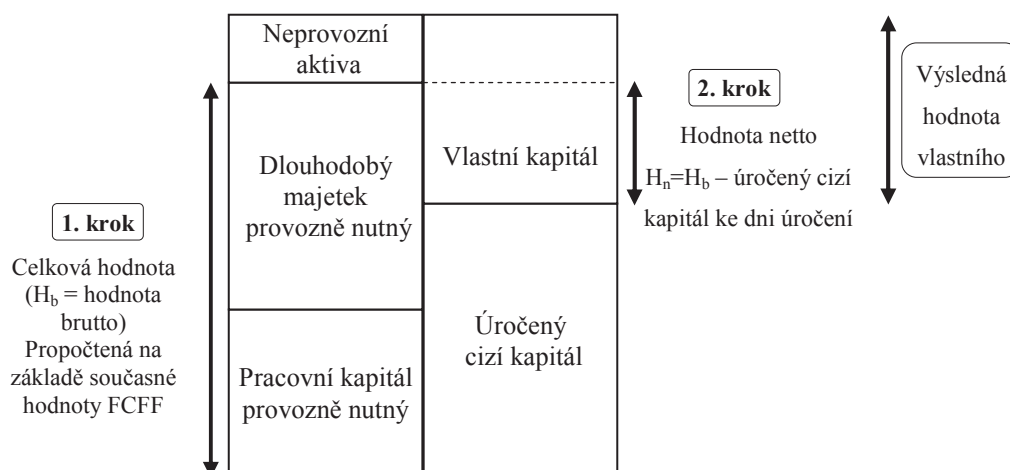
(MAŘÍK, 2011, s. 174)

Výpočet výnosové hodnoty podniku s použitím metody DCF entity probíhá ve dvou krocích.

- 1) Stanovení celkové hodnoty podniku. Tím je myšleno výpočet hodnoty investovaného kapitálu.

- 2) Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu. Celková hodnota podniku se sníží o hodnotu úročených dluhů. V závěru je pak přičtena hodnota neprovozních aktiv. (MAŘÍK, 2011)

Schéma 6: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)



Hodnotu podniku pak lze vypočíst pomocí obecného výrazu:

Rovnice 5: Výpočet hodnoty podniku. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

kde: $FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = diskontní míra

n = počet let předpokládané existence podniku

V praxi však oceňovatel většinou operuje s předpokladem, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. Pro takové období nelze plánovat FCFF pro jednotlivá léta. Pro řešení takového problému nabízí odborná literatura několik návrhů. Pro účel práce budu však pracovat s nejpoužívanější dvoufázovou metodou. (MAŘÍK, 2011, s. 174)

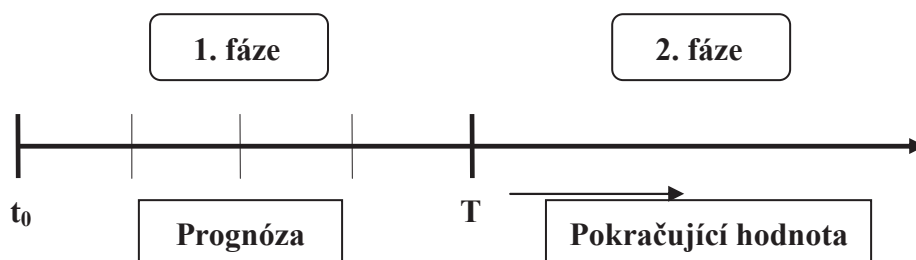
Dvoufázová metoda

Tato metoda vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze je období, ve kterém je možno prognózovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Druhá

fáze je období od konce fáze první po nekonečno. Hodnota společnosti ve druhé fázi se pak označuje jako pokračující hodnota. (MAŘÍK, 2011)

„Pokračující hodnotou tedy rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze.“ (MAŘÍK, 2011, s. 179)

Schéma 7: Dvoufázová metoda. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)



Rovnice 6: Výpočet hodnoty podniku dle dvoufázové metody. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

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

kde: T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = diskontní míra

Pro výpočet pokračující hodnoty budu v práci používat tzv. Gordonův vzorec. Této přístup lze použít, pokud je předpokládán stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota je pak současnou hodnotou rostoucí časové řady FCFF ve druhé fázi. (MAŘÍK, 2011)

Rovnice 7: Gordonův vzorec. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

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

kde: T = poslední rok prognózovaného období
 g = předpokládané tempo růstu FCFF ve druhé fázi
 i_k = diskontní míra

1.10.1.3 Diskontní míra pro metodu DCF

Volba diskontní míry závisí na použité metodě DCF k ocenění podniku.

- Pro metodu DCF entity je nutné stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.
- DCF equity. Diskontní míra je stanovena ve výši nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení uvažovaného podniku.
- U metody DCF APV je diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení. (MAŘÍK, 2011)

V práci bude provedeno ocenění metodou DCF entity, proto budu dále uvažovat průměrné vážené náklady kapitálu, dále jen WACC, jako diskontní míru. WACC lze vypočítat dle následujícího obecného vzorce.

Rovnice 8: Výpočet WACC. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$$WACC = r_d(1 - d) \frac{CK}{K} + r_e \frac{VK}{K}$$

kde: r_d = náklady na cizí kapitál
 d = sazba daně z příjmů
 CK = tržní hodnota úročeného kapitálu
 r_e = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu
 VK = tržní hodnota vlastního kapitálu
 K = tržní hodnota celkového investovaného kapitálu

Náklady vlastního kapitálu

Náklady na vlastní investovaný kapitál vyjadřují představu investorů o výnosnosti jejich investic s ohledem na rizika spojená s investicí. Výpočet nákladů na vlastní kapitál je možné provést dle modelu oceňování kapitálových aktiv, CAPM.

(KISLINGEROVÁ, 1999)

Rovnice 9: Model CAPM pro výpočet nákladů na vlastní kapitál (Zdroj: KISLINGEROVÁ, 1999)

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

kde: r_f = bezriziková výnosová míra

β_i = tržní riziko

$(r_m - r_f)$ = tržní riziková prémie

Dle odborné literatury, se pro stanovení bezrizikové výnosové míry doporučuje využití výnosové míry státních obligací s dlouhou dobou splatnosti, tj. deset a více let. (MAŘÍK, 2011)

„Riziková prémie by měla vyjádřit výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia. Jinak řečeno - o kolik bude větší výnos rizikem zatíženého tržního portfolia oproti bezrizikovým aktivům.“ (MAŘÍK, 2011, s. 219)

„Koeficient beta je zde vyjádřením úrovně rizika cenného papíru. Pokud je koeficient roven jedné, je riziko na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud je beta menší či větší než jedna, je přírůstek větší či menší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu.“ (MAŘÍK, 2011, s. 219)

Pro odhad koeficientu lze použít průměrné hodnoty koeficientu pro konkrétní odvětví při nulovém zadlužení. Tyto hodnoty zveřejňuje prof. A. Damodaran. V případě zadluženého podniku je nutné koeficient přepočítat na konkrétní zadlužení oceňovaného podniku.

Rovnice 10: Přepočet koeficientu beta dle konkrétního zadlužení podniku. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$$\beta_Z = \beta_N \left(1 + (1 - d) \frac{CK}{VK} \right)$$

kde: β_Z = beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy
 β_N = beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
 d = sazba daně z příjmů
CK = cizí kapitál
VK = vlastní kapitál

1.10.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

„Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Je to v podstatě ukazatel výnosnosti, který však překonává nedostatky ukazatelů, které se dosud pro tento účel běžně používaly.“ (MAŘÍK, 2011, s. 282)

„Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál.“ (MAŘÍK, 2011, s. 283)

Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je následující:

Rovnice 11: Obecná vztah pro výpočet EVA. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC$$

kde: NOPAT = operační výsledek hospodaření po odpočtu daní
NOA = kapitál vázaný v provozně nutných aktivech
WACC = vážené průměrné náklady kapitálu

„Operační výsledek hospodaření je v principu provozní výsledek hospodaření, není jej však možné vždy zcela ztotožnit s provozním výsledkem hospodaření dle českých účetních předpisů.“ (MAŘÍK, 2011, s. 284)

Hodnota upravených daní se počítá obdobně, jako tomu bylo u metody DCF. Upravené daně se tedy vyznačují tím, že:

- nezahrnují vliv nákladů a výnosů nesouvisející s hlavním provozem podniku,
- nejsou snižovány nákladovými úroky a

- nezahrnují latentní daně.

Kapitál zde vyjadřuje investice vázané v aktivech, které jsou nutné pro dosahování operačního zisku. Totožná hodnota, na straně aktiv bilance, je pak označována jako čistá operační aktiva - NOA. (MAŘÍK, 2011)

EVA jako nástroj ocenění

Ocenění pomocí EVA lze, stejně jako u metody DCF, provést na úrovni eguity, entity, a APV. Základní schéma výpočtu metody EVA entity je následující. (MAŘÍK, 2011)

Tabulka 7: Postup výpočtu metody EVA. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

Tržní hodnota provozně nutných aktiv
+ Tržní hodnota neprovozních aktiv
- Tržní hodnota neúročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

V prvním kroku tedy vypočítáme hodnotu aktiv pro vlastníky a věřitele. Odečtením cizího kapitálu získáme hodnotu podniku pouze pro vlastníky. (MAŘÍK, 2011)

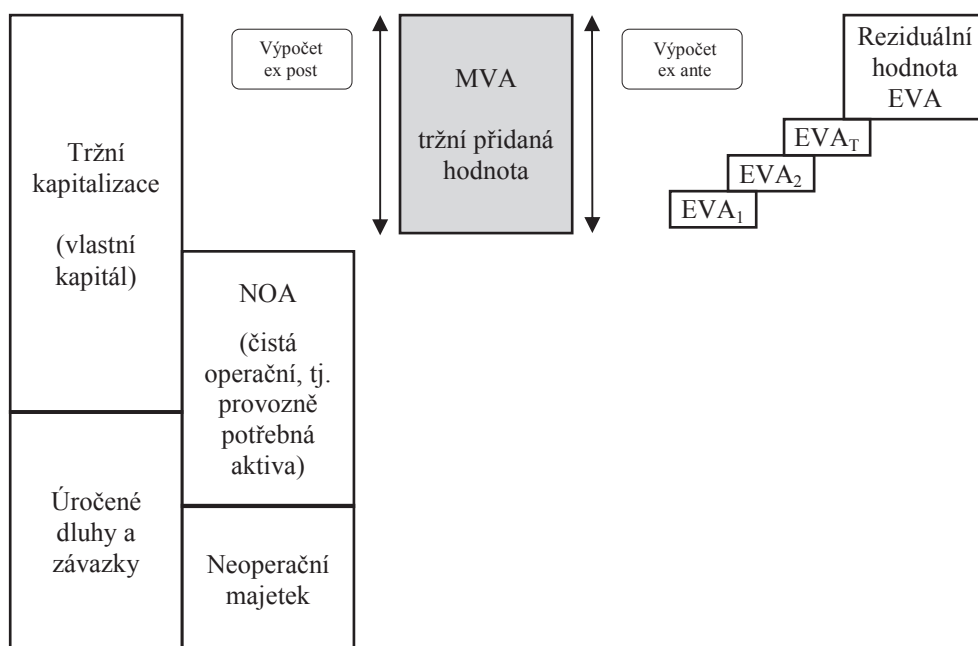
Tabulka 8: Postup výpočtu metody EVA-2. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

Čistá operační aktiva- NOA
+ Tržní přidaná hodnota (MVA)
= Tržní hodnota operačních aktiv

V tomto přístupu ocenění hraje důležitou roli hodnota přidaná trhem - MVA. Pomocí ekonomické přidané hodnoty je vyjádřen úspěch podniku během minulého období, tržní přidaná hodnota pak odráží očekávání trhu dle perspektiv společnosti. Dle prof. Mařika lze tržní přidanou hodnotu počítat dvěma způsoby:

- 1) *Ex post* jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a hodnotou jeho aktiv. Tento přístup je však možný pouze u obchodovaných veřejných společností.
- 2) *Ex ante* jako současnou hodnotu budoucí EVA. (MAŘÍK, 2011)

Schéma 8: Vztah mezi NOA, MVA a EVA. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)



Stejně jako tomu bylo u metody DCF, tak i u ocenění metodou EVA volíme dvoufázový postup. Druhá fáze bývá počítána jako věčná renta ze stabilní ekonomické přidané hodnoty do nekonečna. Lze však počítat i s určitým tempem růstu. (MAŘÍK, 2011)

Rovnice 12: Dvoufázová metoda pro výpočet výnosové hodnoty podniku s pomocí EVA. (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

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

kde: H_n = hodnota podniku netto
 EVA_t = EVA v roce t
 NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění
 T = počet let explicitně plánovaných EVA
 $WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu
 D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění
 A_0 = neprovozní aktiva k datu ocenění

2 Charakteristika společnosti

Firma XY, s.r.o., která je předmětem ocenění, je součástí konsolidačního celku, jehož mateřská společnost byla založena v osmdesátých letech dvacátého století, se sídlem v americkém Washingtonu.

Tato organizace konsoliduje průmyslové podniky, které se orientují na vývoj a výrobu produktů pro pět strategických segmentů celosvětového trhu, a to:

- 1) Elektronické zařízení pro testování a měření nástrojů pro firemní komunikaci a informační systémy.
- 2) Produkty pro zlepšování životního prostředí, a to zejména zařízení pro oblast analýzy a čištění vody, pro zlepšování kvality ovzduší a v neposlední řadě jsou to produkty a související služby pro světový trh s ropou.
- 3) Produkty a služby pro oblast zubního lékařství. Pro tento specifický segment společnost vyvíjí a vyrábí 2D a 3D digitální zobrazovací zařízení, veškeré nástroje i spotřební materiál.
- 4) Komplexní řešení v oblasti diagnostických, analytických a měřicích zařízení používaných ve všech oblastech lékařství a souvisejících vědních oborech a výzkumech.
- 5) Výroba a vývoj různých průmyslových technologií.

Společnost XY, s. r. o. byla založena v roce 1991 kdy byl také podán návrh na zápis do obchodního rejstříku. Za dobu existence společnost zaznamenala mnoho změn ve vlastnické struktuře. K dnešnímu dni jsou společníky dvě právnické osoby, se sídlem v italské republice, a to s obchodními podíly 99, 8% a 0, 2%. Firma však nemá žádnou organizační složku mimo území České Republiky.

Při vzniku společnosti byl upsán základní kapitál ve výši 100 000 Kč, který byl splacen v plné výši. K dnešnímu dni činí základní kapitál společnosti 113 349 000 Kč.

2.1 Předmět podnikání

Hlavním předmětem činnosti je výroba a prodej synchronních servomotorů. Obrábění kovů je pouze doplňková činnost, a to pro výrobu částí servomotorů pro vlastní potřebu.

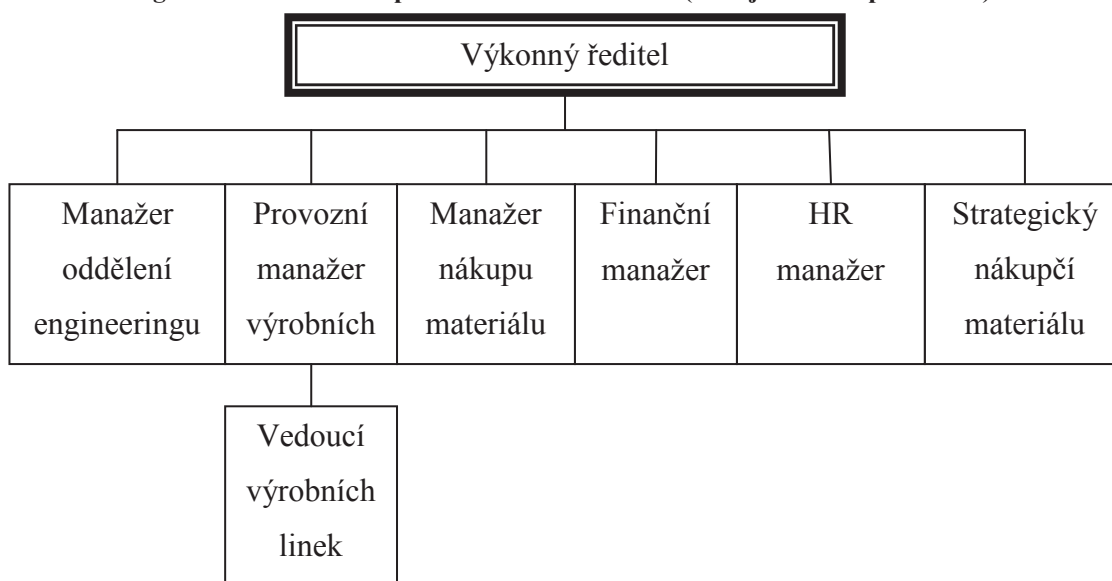
Tabulka 9: Předmět činnosti podniku. (Zdroj: vlastní zpracování)

Popis činnosti	Kód dle CZ- NACE
Výroba elektrických motorů	27. 11
Obrábění kovů	25. 62

2.2 Organizační struktura a lidské zdroje

Ke dni 31. 12. 2011 společnost evidovala 226 zaměstnanců v následující organizační struktuře.

Schéma 9: Organizační struktura společnosti k 31. 12. 2011. (Zdroj: vlastní zpracování)



2.3 Nabídka společnosti

Hlavním předmětem podnikání firmy je výroba a prodej elektrických servomotorů a náhradních dílů pro tyto motory.

Převážná část tržeb je realizována prodejem elektrických synchronních a krokových servomotorů. Společnost vyrábí širokou škálu těchto motorů, a to co do velikosti tak i účelu použití ve finálních aplikacích. Díky dlouhodobému vývoji může firma nabídnout zařízení, které využívá inovativní technologie, díky kterým dosahují nejvyššího výkonu ve své třídě. Motory lze jednoduchými úpravami modifikovat tak, aby dokonale splňovaly nejen běžné, ale i specifické požadavky zákazníků. Tím mohou být uplatněny jako pohon ve všech oblastech průmyslové výroby, produktů automobilového průmyslu

a v mnoha dalších oblastech. Nejvýznamnější oblasti využití, dle objemu realizovaných prodejů, jsem uvedl v následující tabulce.

Tabulka 10: Realizace výrobků společnosti. (Zdroj: vlastní zpracování)

Vnitropodnikové označení výrobkové řady	Oblast využití
A	Pohony pohyblivých částí CNC obráběcích strojů
	Pohony robotických aplikací
	Pohony laserových vypalovacích strojů
	Pohony výrobních linek v potravinářském průmyslu
	Pohony linek pro výrobu skleněných lahví a obalových materiálů
	Pohony výkonných vakuových pump
B	Pohony pro velkoformátové tiskárny
	Pohon pro běhací trenažery využívaných v oblasti fitness
	Medicínské aplikace, především pohony diagnostických zařízení, nastavitelných lůžek a křesel
C	Pohony pro veškerou manipulační techniku
D	Elektrická část hybridního pohonu autobusů a nákladních automobilů

3 Analýza vybraného podniku

3.1 Strategická analýza

Dle dostupné odborné publikace je strategická analýza klíčovou částí samotného oceňovacího procesu. Cílem této části práce tedy bude analyzovat všechny dostupné informace, na základě kterých půjde určit a zdůvodnit celkový vývojový potenciál firmy. (MAŘÍK, 2011)

Výsledkem strategické analýzy bude definice silných a slabých stránek podniku, příležitostí a rizik spojených s podnikatelským prostředím.

3.1.1 Analýza makroekonomického prostředí

Podnik, je součástí národní ekonomiky státu, ve kterém působí. Je obklopen organizacemi a subjekty, které ho přímo či nepřímo ovlivňují. Aktuální stav a vývojový trend příslušného hospodářství může určitým způsobem definovat, zda může být podnik, který v tomto prostředí působí, úspěšný či nikoli. Management musí sledovat nejen vývoj odvětví, konkurenty, zákazníky a dodavatele, ale i stav a vývoj národního hospodářství. To, jak je na různé vývojové scénáře připraven a jak je schopný operativně reagovat na různé změny, může rozhodovat o slibném rozvoji, stagnaci či jeho zániku.

Pro účel analýzy makroprostředí jsem použil data a komentáře z makroekonomické predikce, kterou pro rok 2012 zveřejnilo, na svých oficiálních internetových stránkách, Ministerstvo financí České republiky.

Základním ukazatelem, který věrohodně prezentuje výkon dané ekonomiky je hrubý domácí produkt (dále jen HDP). Analýzou dosavadního vývoje a aktuálního stavu HDP je možné konstatovat, v jaké fázi ekonomického cyklu se hospodářství nachází a následně, s určitou nepřesností, odhadnout, jak se bude hospodářství vyvíjet se všemi jeho ukazateli.

Tabulka 11: Vývoj a prognóza HDP reálně. (Zdroj: MFČR)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
reálné HDP (mld. Kč)	3 526	3 635	3 465	3 560	3 619
řetězový index, před.r.=100		103,1	95,3	102,7	101,7
Prognóza	2012	2013	2014		
reálné HDP (mld. Kč)	3 582	3 607	3 677		
řetězový index, před.r.=100	99,0	100,7	101,9		

V první polovině sledovaného období, čili 2007- 2008, bylo průměrné tempo růstu HDP 4,4% ročně. V roce 2009 došlo k poklesu HDP a to o 4,7%. Nejvýznamnějším původcem takového útlumu hospodářství byl pokles hrubých investic a to až o 20% oproti roku minulému. Na vině byla celosvětová hospodářská krize, jejíž dopad byl markantně zaznamenán právě v roce 2009. Rok 2010 a 2011 byl v duchu mírného oživení ekonomiky. To bylo zapříčiněno především pozitivním saldem obchodní bilance. Také se zvýšily vládní výdaje.

(Makroekonomická predikce České republiky, 2012.)

V roce 2012 ekonomika směřovala do mělké recese. Důvodem je především pokles spotřeby domácností, výdajů vlády a hrubých investic firem, které dle MFČR klesly ve 2. v meziročním srovnání až o 6,5%. Snížení potřeby firem investovat do fixního kapitálu je vyvoláno nízkou domácí poptávkou, nejistý výhled na vývoj zahraničních ekonomik a nedostatečné využití výrobních kapacit.

(Makroekonomická predikce České republiky, 2012.)

Pro rok 2013 a 2014 je predikován mírný růst výkonu hospodářství, ten by měl být tažen zahraničním obchodem a na významu bude také nabývat růst hrubých domácích výdajů. (Makroekonomická predikce České republiky, 2012.)

Dalším ukazatelem, který dle mého názoru vypovídá o stavu ekonomiky, je stav a vývoj cen. Inflace obecně zvyšuje ceny vstupů a výstupů. Vhodným ukazatelem je deflátor HDP, který zobrazuje růst či pokles cen všech činností dané ekonomiky.

Tabulka 12: Stav a vývoj deflátoru HDP a inflace. (Zdroj: MFČR)

Rok		2007	2008	2009	2010	2011
Deflátor HDP	řetězový index, předch.r.=100	103,9	105,9	107,9	106,1	105,2
Index cen výrobců, OKEČ- 27	řetězový index, předch.r.=100	113,7	101,2	84,0	117,6	110,8
Prognóza		2012	2013	2014		
Deflátor HDP	řetězový index, předch.r.=100	106,6	107,6	109,2		
Průměrná míra inflace	%	3,3	2,1	1,8		

Z uvedené prognózy vyplývá, že cenová hladina, počínaje rokem 2012, stabilně poroste. K růstu meziroční inflace přispějí zvyšující se ceny bydlení, potravin a dopravy. Co se týče dopravy, v roce 2012 byly zaznamenány rekordní ceny pohonných hmot. (Makroekonomická predikce České republiky, 2012.)

Inflace bude v roce 2012 tažena také administrativními opatřeními a to zejména změnami nepřímých daní, zejména zvýšení snížené sazby DPH z 10% na 14%. Hlavním protiinflačním faktorem pak bude pokles domácí poptávky. (Makroekonomická predikce České republiky, 2012.)

Zvyšující se cenová hladina bude mít nepříznivý dopad na ceny průmyslových vstupů jako je materiál, služby a další statky režijní povahy.

V roce 2013 se očekává zvýšení obou sazeb DPH a to o jeden p. b. Dopad na cenovou hladinu by však mohl být absorbován v dodavatelských řetězcích a jejich maržích. Významným proinflačním faktorem bude však růst cen elektrické energie, tepla a chladu.

Ukazatel, který vypovídá o stavu ekonomiky ve stahu k zahraničí je saldo obchodní bilance, a to hlavně pozitivní saldo, které je vyjádřeno přebytkem vývozu zboží nad jeho dovozem. (Makroekonomická predikce České republiky, 2012.)

Tabulka 13: Obchodní bilance. (Zdroj: MFČR)

rok	2007	2008	2009	2010	2011
Vývoz zboží a služeb (mld. Kč)	2541	2642	2377	2768	3074
Dovoz zboží a služeb (mld. Kč)	2402	2467	2180	2529	2718
Saldo vývozu a dovozu (mld. Kč)	139	175	197	239	356
řetězový index salda, předch.r. = 100	88,5	125,9	112,6	121,3	149,0
Prognóza	2012	2013	2014		
Vývoz zboží a služeb (mld. Kč)	3206	3319	3469		
Dovoz zboží a služeb (mld. Kč)	2774	2843	2956		
Saldo vývozu a dovozu (mld. Kč)	432	476	513		
řetězový index salda, předch.r. = 100	180,8	110,2	107,8		

Česká ekonomika má dlouhodobě pozitivní saldo obchodní bilance, to se pozitivně projevuje na snížení schodku běžného účtu. V roce 2013 je předpokládán oživení světové ekonomiky a tím i mírný růst exportních trhů, což bude doprovázeno snížením podílu českého zboží na světových trzích. Snížení objemu vývozu nad dovozem bude také vyvolán zpomalením poptávky zemí EU, takové snížení bude kompenzováno zvýšením exportu do jiných teritorií mimo EU. Pokles vývozu bude také vyrovnán snížením domácí poptávky, což omezí dovoz zboží a služeb.

Společnost realizuje svoji činnost na zahraničním trhu. Převážnou část, jak bude blíže specifikováno v následujících částech této práce, inkasuje firma v zahraniční měně a to

v eurech a dolarech. Je tedy na místě analyzovat směnné kurzy domácí měny vůči měnám zahraničním.

Tabulka 14: Nominální směnné kurzy české koruny vůči euru a americkému dolaru.
(Zdroj: MFČR)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
CZK/ EUR nominálně	27,76	24,96	26,45	25,29	24,59
CZK/ USD nominálně	20,31	17,06	19,06	19,11	17,69
Prognóza	2012	2013	2014		
CZK/ EUR nominálně	25,1	24,9	24,7		
CZK/ USD nominálně	19,5	19,1	19		

Pokud analyzujeme vývoj obou zmíněných měn, lze pozorovat posílení české měny v období 2010 až 2011. Trend posilování koruny vůči euru není příliš pozitivní. Pokud by kurz výrazně osciloval, v jednotlivých měsících, výrazně pod průměrnou roční úrovní, docházelo by ke kurzovým ztrátám vlivem nižšího kurzu. To by nominálně snižovalo tržby společnosti. Vývoj směnného kurzu CZK/ EUR je však velmi nejistý kvůli přetrvávající dluhové krizi v Eurozóně. Posilování koruny je však nejpravděpodobnější scénář, ve prospěch tohoto tvrzení hovoří i fakt, že vývoz českého zboží by měl dlouhodobě převyšovat jeho dovoz, což bude doprovázeno zvyšující se poptávkou po české měně a tím i posilování reálného kurzu.

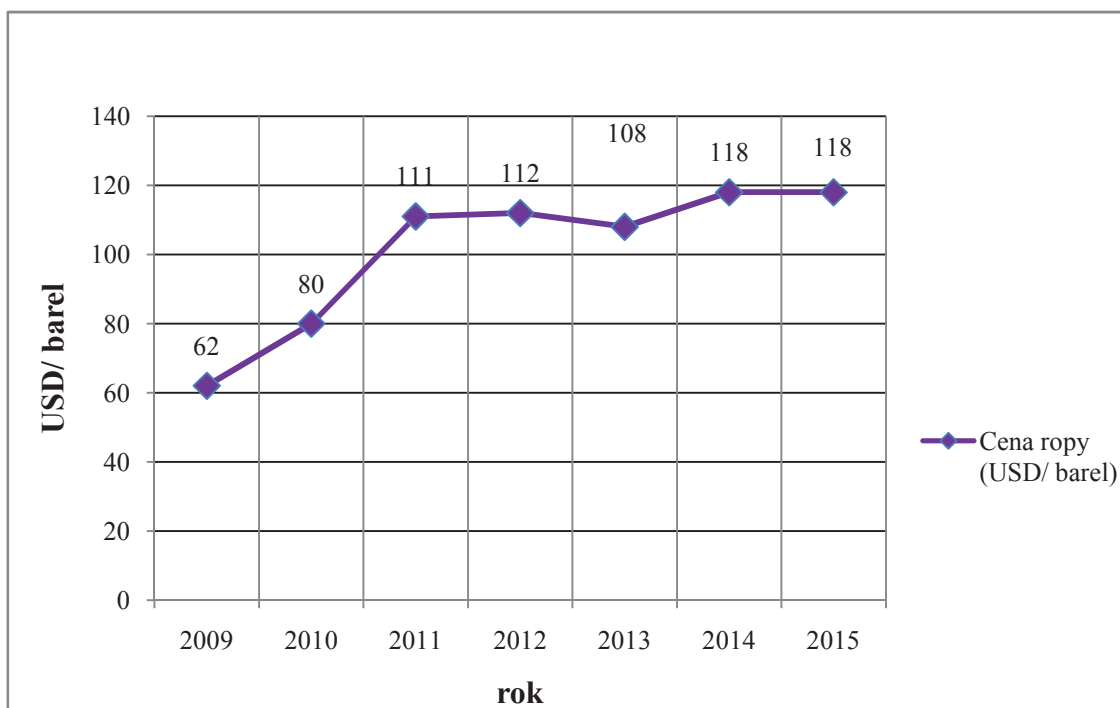
Komoditou, která ovlivňuje každý ekonomický subjekt je ropa. Vývoj její ceny ovlivňuje hodnotu téměř každého statku a velmi významně ovlivňuje cenovou hladinu každé ekonomiky. Cena ropy je promítnutá nejen do cen materiálů, ale i do služeb, kterých musí každý výrobní podnik využívat.

Tabulka 15: Vývoj a predikce ceny ropy. (Zdroj: MFČR)

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cena ropy (USD/ barel)	62	80	111	112	108	118	118
Řetězový index, předch.r.=100		129,0	138,8	100,9	96,4	109,3	100,0

Za sledované období ropa rostla v průměru o 12 % ročně, to je však ovlivněno obdobím 2009 až 2011, kdy cena ropy skokově rostla a to průměrně o 33,9 % ročně. V roce 2013 je předpokládán pokles a to až o 3,5 % oproti roku 2012. Prognóza je však velmi pozitivní, nemělo by dojít ke stejné situaci, jako tomu bylo po světové hospodářské krizi a cena ropy by měla růst v mírném tempu, což je pozitivní pro průmyslové podniky i národní ekonomiku jako celek.

Graf 1: Vývoj ceny ropy. (Zdroj: MFČR)



3.1.2 Analýza mikrookolí

Výsledkem analýzy mikroprostředí by měly být konkrétní závěry o odvětví, ve kterém podnik působí. Nástrojem pro rozbor odvětví může být Porterova analýza konkurenčních sil. (SEDLÁČKOVÁ, 2001)

Konkurence uvnitř odvětví

Pokud budeme uvažovat, že celkový relevantní trh tvoří jednotlivé segmenty nabídky aplikací, systémů a dalšího zařízení pro průmyslovou výrobu, je zde velmi tvrdé konkurenční prostředí. Stejně jako analyzovaná firma, po celém světě operují velké průmyslové společnosti, které dodávají širokou škálu produktů pro výrobní kapacity, jejichž produkce je rozdělena na určitý hodnotový řetězec, který funguje v různých státech světa.

Tabulka 16: Tržní podíly nejvýznamnějších konkurentů v odvětví. (Zdroj: vlastní zpracování)

Konkurent	Tržní podíl (%)
Siemens EM	19,5
Bosh	17
Schneider Electric	8,6
Baumuller	6
XY	5,5
CAG	5,5
Rockwell Automation	4
Ostatní	33,9

Největší tržní podíl, jak na německém tak na evropském trhu, má Společnost Siemens. Další významnou část tržního podílu má firma Bosch, která se také svojí produkcí přibližuje výrobě podniku XY. Obě zmiňované společnosti se nezaměřují pouze na výrobu elektromotorů, ale nabízejí obrovskou škálu produktů pro průmysl, především jeho automatizaci, softwarové řešení a jiná zařízení a přístroje, proto je jejich tržní podíl citelně větší. Mohou totiž nabídnout komplexní řešení v oblasti průmyslových aplikací.

Konkurenceschopnost společnosti pramení hlavně z dlouholetého vývoje a know-how v oblasti elektrických servomotorů a souvisejících aplikacích. Díky tomu může podnik nabídnout velmi rychle a kvalitně unikátní výrobek, který vyhovuje speciálním požadavkům zákazníka.

Vyjednávací síla dodavatelů

Typické pro analyzované odvětví, je výroba kompletováním různých dílů do podoby finálního produktu se specifickými parametry. Lze říci, že spotřebovávaný materiál lze velmi snadno roztřídit dle modelu ABC. Pouze 20% materiálových položek tvoří největší spotřebu na jednici výrobku. Část takových zásob je dodáváno buď sesterskými závody či jinými zahraničními spřízněnými osobami. Zbylá část materiálu je dodávána z asijských a ostatních evropských států.

Ceny materiálů jsou v každém případě přímo ovlivněny odběrným množstvím, které musí být vždy co nejvyšší. Dle informací managementu, u dodavatelů, kteří dodávají unikátní materiály a technologie, má společnost velmi slabou vyjednávací pozici a smluvní podmínky jsou jednoznačně nepříznivé pro podnik. Firma bývá často vázaná příslibem odběru určitého objemu produkce dodavatele za určité období. Pokud by tak neučinil, byl by podnik vystaven pokutám a dalším smluvním sankcím. Je pak běžné, že firma musí odebrat i část nepotřebného materiálu, který sebou nese dodatečné manipulační a skladovací náklady a výrazně snižuje pohotovou likviditu společnosti.

Vyjednávací síla odběratelů

Nejvýznamnější zákazníci společnosti mají velmi specifické požadavky ohledně technických parametrů výrobků a jejich provedení, způsobu a materiálu balení, výběr a použití dopravce a dalších. Nejčastěji jsou to společnosti, jejichž předmětem podnikání je nákup a následný prodej servomotorů. Takoví distributoři mají pak požadavky dle potřeb jejich vlastních zákazníků.

Jelikož se jedná o odvětví s průmyslovými technologiemi, jsou zde velmi přísné požadavky na kvalitu celého výrobku i jeho dílčích částí. Servomotory jsou běžně podrobovány sériemi měření technických parametrů, jako jsou například hlučnost, odolnost proti zahřívání, výkon, schopnost komunikovat se softwarovým řízením finální aplikace, nežádoucí axiální pohyby rotorové části motoru atd. Pokud výrobek nevyhovuje velmi nízkým tolerancím, je celá série objednávky zaslána zákazníkem zpět a musí být podrobena analýzám chyb a následným opravám, což sebou nese větší náklady za dopravu, práci a administrativní náklady na reklamační proces.

Největší část tržeb podniku plyne od úzké skupiny zákazníků. Jelikož tito zákazníci odebírají největší objemy, patří jim velmi významná vyjednávací síla. Podnik je nucen poskytovat širokou škálu doprovodných služeb, vyhovovat speciálním požadavkům, skladovat pojistnou zásobu produktů, dopravovat produkty na vlastní náklady a riziko a jiné.

Možnost substitutů a bariéry vstupu do odvětví

Analyzované odvětví je velmi specifické v nabízeném sortimentu. Konstrukce a parametry všech produktů navazují na dlouholetý vývoj a know-how ve strojírenském oboru. Pro nové výrobce by pak bylo nutností investovat velký objem kapitálových prostředků na vývoj produktu, což je značná bariéra vstupu. Podnik však musí čelit tvrdé konkurenci stávajících výrobců, což vyžaduje velmi rychlé reakce na příležitosti a hrozby na trhu.

Co se týče substitutů, pro některá zařízení v různých oblastech, nepřipadá jiný pohon než servomotor v úvahu. Například v medicínských aplikacích, jako je CT diagnostický přístroj používaný v lékařství, polohovatelná křesla a manipulační stoly, nelze užít jiné pohonné médium než elektrické synchronní servomotory. V případě automobilového průmyslu, kde se servomotory využívají jako elektrická část hybridních motorů, jsou možné substituty pouze užití vznětových a zážehových motorů. Elektrické synchronní servomotory tedy nemají žádný přímý substitut.

3.1.3 Analýza kritických faktorů úspěchu podniku

K analýze kritických faktorů úspěchů firmy jsem použil model 7S, který popisuje a analyzuje sedm elementů úspěchu organizací.

Strategie

Hlavní cíle a strategie netvoří management společnosti, ale mateřská korporace v USA. V podniku se vize a strategie promítají do cílů prostřednictvím systému BSC. Dle dostupných informací je klíčový cíl dosáhnout dominantního podílu na trhu s elektromotory pro zařízení průmyslu v oblasti potravinářství, balení, velkoformátového tisku a medicínských aplikací. K naplnění takového cíle společnost investuje velký objem prostředků do kontinuálního vývoje. Díky takovému vývoji může

společnost nabídnout vysokou variabilitu svých produktů, která čítá více než pět set tisíc různých modifikací a úprav základních typů každé výrobní řady. Strategie je tedy maximální uspokojení nejen běžných, ale i velmi specifických a speciálních požadavků zákazníků. Tato skutečnost je velkou konkurenční výhodou firmy.

Struktura

Organizační struktura je ve společnosti liniová. K delegaci úkolů a pravomocí dochází od shora dolů, čili nejvýše postaveným pracovníkem je výkonný ředitel, který přímo deleguje na vedoucí pracovníky jednotlivých útvarů. Vzhledem k charakteru podniku je liniová organizační struktura vhodná pro efektivní řízení.

Systémy

Veškeré informace a data se zpracovávají jednotným informačním systémem, který dokáže zachytit, analyzovat a následně reportovat veškeré operace logistického procesu, finančního řízení a ostatních procesů podniku.

Špatnou skutečností je fakt, že se systém často fyzicky obchází, například při spotřebě materiálu, a tím vznikají časté nesrovnalosti mezi systémovým a skutečným stavem materiálu. V důsledku toho dochází například ke zpoždění dodání zákaznických objednávek, což sebou nese určité pokuty a penále.

Styl řízení

Styl řízení je ve společnosti spíše demokratický. Management deleguje velkou část úkolů a pravomocí svým podřízeným. Kontrolu průběhu plnění úkolů a výsledků pak probíhá prostřednictvím meetingů a reportů zainteresovaných pracovníků.

Spolupracovníci

Organizace má k dispozici obrovský lidský potenciál. Pracuje zde velký počet vysoce kvalifikovaných pracovníků, jejichž vlastní know-how je základem klíčových procesů v podniku. Na druhou stranu je v podniku docela vysoká fluktuace, která v poslední době postihuje i tyto klíčové pracovní pozice.

Sdílené hodnoty

Kultura je ve společnosti značně přátelská, i když často dochází ke sporům mezi vyššími úrovněmi řízení. Firma samozřejmě poskytuje zaměstnancům možnost využívat

různé benefity jako sportovní vouchery, pravidelná odborná školení a firemní společenské akce.

Schopnosti

Jak jsme již uvedli, schopní pracovníci jsou silná stránka společnosti. Jsou zde velmi kvalifikovaní zaměstnanci, kteří spolu s managementem tvoří velmi dobrý tým, schopný rychle reagovat a adaptovat se na různé vlivy vnějšího prostředí.

3.1.4 Vymezení a analýza relevantního trhu

Jak bylo uvedeno v předchozí kapitole této práce, společnost realizuje výnosy na trhu elektrických motorů. Jelikož oblast využití je velmi rozsáhlá budu, z věcného hlediska, považovat strojírenství jako obecný obor působení podniku.

Jedná se o trh B2B. Mezi nejvýznamnější zákazníky patří společnosti, jejichž předmětem činnosti je nákup a prodej elektrických servomotorů a další strojírenské techniky. Do další skupiny zákazníků patří podniky, které instalují tyto motory do vlastních výrobků, jejichž realizace je v největší části ve strojírenských aplikacích, tedy v systémech a strojích využívaných v průmyslové výrobě.

Z územního hlediska je vymezení relevantního trhu podstatně složitější. Největší část tržeb plyne z území mimo Českou Republiku. Pro opodstatnění nejvýznamnější části světového trhu, kde firmy realizuje své výnosy, jsem analyzoval tržby, dle jejich původu. K tomuto účelu mi byly poskytnuty informace o realizovaných prodejkách za sledované období. Výše podílů tržeb je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 17: Tržby společnosti, dle prodejní oblasti, za období 2007 až 2011.
(Zdroj: vlastní zpracování)

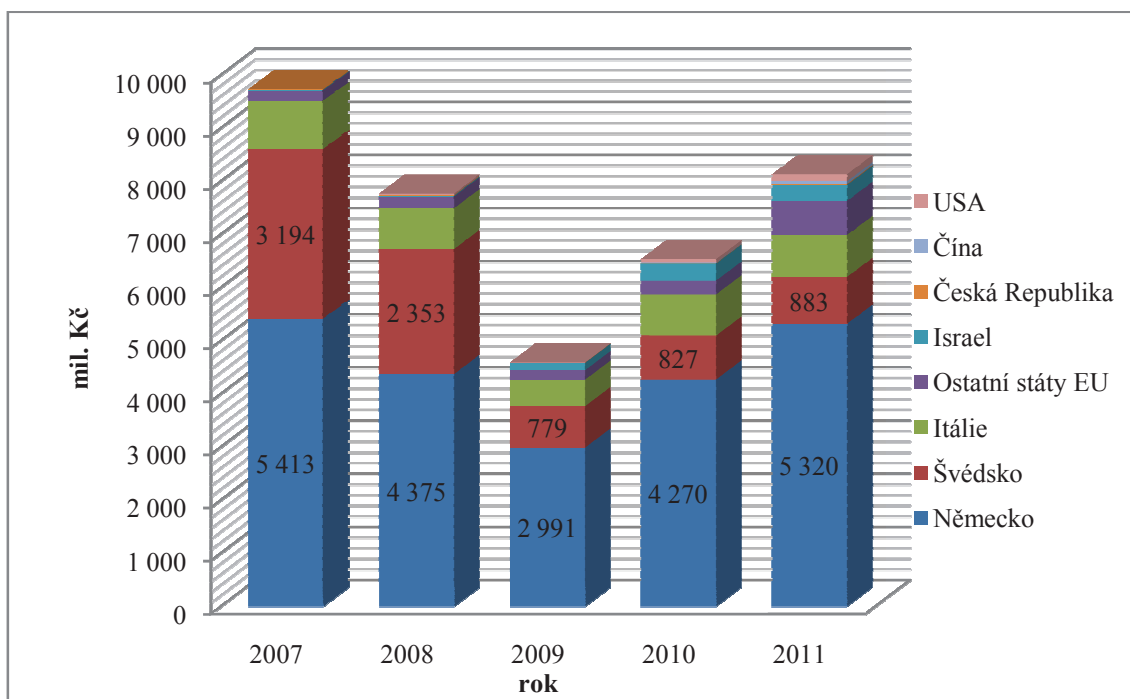
Prodejní oblast	<i>tržby v tis.Kč/ procentuální podíl na celkových tržbách</i>				
	2007	2008	2009	2010	2011
Česká Republika	1 167	907	415	937	1 448
	0,12%	0,12%	0,09%	0,14%	0,18%
Itálie	90 815	76 776	49 866	77 672	78 930
	9,33%	9,88%	10,86%	11,88%	9,70%

Německo	541 303	437 456	299 057	427 030	532 027
	55,62%	56,30%	65,14%	65,34%	65,41%
Švédsko	319 445	235 279	77 874	82 717	88 267
	32,83%	30,28%	16,96%	12,66%	10,85%
Ostatní státy EU	19 103	21 717	17 860	25 689	64 127
	1,96%	2,80%	3,89%	3,93%	7,88%
Čína	0	0	48	1 395	5 798
	0,00%	0,00%	0,01%	0,21%	0,71%
Israel	1 319	1 844	13 614	32 232	29 867
	0,14%	0,24%	2,97%	4,93%	3,67%
USA	0	2 988	391	5 920	12 921
	0,00%	0,38%	0,09%	0,91%	1,59%
Celkem	973 152	776 966	459 125	653 591	813 385

Jak jsem již předesílal, podíl tržeb realizovaných v České Republice nepřesáhl, za sledované období, dvě desetiny procenta, proto lze český trh jako relevantní rezolutně vyloučit. Stav a vývoj českého trhu nebude mít vliv na budoucí perspektivu prodeje společnosti.

Na první pohled je zřejmé, že největší část tržeb stabilně plyne ze států EU. Pro lepší ilustraci jsem sestavil níže uvedený graf.

Graf 2: Procentuální podíly ročních tržeb dle jednotlivých států. (Zdroj: Vlastní zpracování)



Drtivá část prodejů plyne ze států EU, a to v průměru 96 % z celkových realizovaných tržeb.

V Asii, konkrétně v Číně, a v USA, operují sesterské pobočky společnosti. Ty produkují stejnou výrobovou škálu jako pobočka XY. Zde realizované tržby pochází pouze z pomoci sesterským pobočkám v náhlých výkyvech v tamní poptávce při nedostatečné výrobní kapacitě tamních podniků.

Dále už budu analyzovat pouze evropský trh, protože právě z tohoto trhu plyne největší podíl celkových tržeb podniku.

Tabulka 18: Tržby plynoucí z EU za období 2007 až 2011. (Zdroj: vlastní zpracování)

Prodejní oblast	tržby v tis. Kč/ procentuální podíl na celkových tržbách					průměrný meziroční růst podílu
	2007	2008	2009	2010	2011	
Německo	541 303	437 456	299 057	427 030	532 027	4,13%
	55,62%	56,30%	65,14%	65,34%	65,41%	
řetězový index, přech.r.=100	100,00	101,22	115,69	100,31	100,11	

Itálie	90 815	76 776	49 866	77 672	78 930	0,98%
	9,33%	9,88%	10,86%	11,88%	9,70%	
<i>řetězový index, přech.r.=100</i>	100,00	105,89	109,91	109,42	81,66	
Švédsko	319 445	235 279	77 874	82 717	88 267	-24,17%
	32,83%	30,28%	16,96%	12,66%	10,85%	
<i>řetězový index, přech.r.=100</i>	100,00	92,25	56,01	74,61	85,75	
Ostatní státy EU	19 103	21 717	17 860	25 689	64 127	41,56%
	1,96%	2,80%	3,89%	3,93%	7,88%	
<i>řetězový index, přech.r.=100</i>	100,00	142,39	139,17	101,04	200,59	

Za celé sledované období plyne největší část výnosů z německého trhu. Procentuální podíl na celkových prodejkách každoročně roste a to průměrně o 4,13% ročně. Zde také působí sesterská společnost, ta však uskutečňuje pouze doplňkovou výrobu. Její hlavní činnost je vyhledávání a akvizice nových zákazníků, péče o stávající klientelu a zajištění prezentace produkce i české pobočky. Firma XY tedy vyrábí elektromotory, které, ve většině případů, dodává jménem právě německé sesterské pobočky. V Německu také sídlí jeden z nejvýznamnějších odběratelů. Ten však působí jako dealer elektromotorů. Jeho činnost je tedy nákup a následný prodej těchto výrobků. Zbylá část odběratelů se zabývá výrobou různých průmyslových zařízení a přístrojů, jejichž pohony jsou zabezpečovány právě produkty firmy XY. Důležitým faktem je skutečnost, že podíl tržeb realizovaných na německém trhu každoročně stoupá a mohou tedy konstatovat, že německé strojírenství tvoří dominantní část relevantního trhu, jehož potenciál je účinný pro nejpravděpodobnější prognózu budoucích výnosů společnosti XY.

Švédští odběratelé se zabývají výrobou vozů pro hromadnou osobní dopravu, ve kterých aplikují hybridní pohony, jejichž elektrická část je tvořena synchronními elektromotory. Dále jsou to zákazníci, kteří vyrábí různou manipulační techniku, kde se také, jako pohon, uplatňují servomotory. Je zřejmé, že objem prodejků těmto odběratelům každoročně klesá a dle předpokladů by tomu v následujících letech nemělo být jinak. Dle vnitropodnikových informací, výrobní linka kde se vyrábí produktová řada

výrobků, jejichž prodeje se realizují na švédském trhu, bude následující rok končit, a proto nebudu tento trh dále analyzovat.

Mezi skupinu ostatních států EU patří především Francie, Velká Británie, Rakousko a Irsko. Podíl tržeb z tohoto trhu také stabilně roste, ale oproti ostatním je zanedbatelný, podíl činil necelých 8% v posledním roce 2007, proto nebudu dále brát tento trh v úvahu.

Trh v Italské republice je také relevantní z hlediska perspektivy budoucích prodejů podniku. Podíl tržeb je třetí největší. V roce 2011 podíl na celkových tržbách sice klesl, ale celkový objem tržeb z Itálie není zanedbatelný a pro podnik je tento trh velmi významný. I zde působí sesterská pobočka, která zajišťuje zákaznický servis pro výrobky podniku.

3.1.5 Velikost relevantního trhu

Jak jsem již definoval v předcházející kapitole, z hlediska analýzy vnějšího potenciálu společnosti XY je nejvýznamnější německé strojírenství. Dále se tedy budu zabývat atraktivitou německého trhu, která bude klíčová pro stanovení a obhajobu prognózy celkových tržeb podniku.

Pro určení velikosti trhu jsem použil data zveřejněná v centrálních statistikách světových trhů provozovaných agenturou Euromonitor. V následující tabulce jsem uvedl celkový prodaný výstup produkce elektrických motorů, generátorů a transformátorů, a to v běžných cenách. Data pouze pro obor elektromotorů nejsou bohužel dostupná. Uvedené však pomůže nastínit stav a vývoj analyzovaného trhu.

Tabulka 19: Produkce elektromotorů, generátorů a transformátorů dle vybraných států EU. (Zdroj: GMID)

nominální kurz (CZK/ EUR)	27,76	24,96	26,45	25,29	24,59
produkce	2007	2008	2009	2010	2011
Německo (mil. €)	15 005	15 761	13 226	14 259	14 708
<i>mil. CZK</i>	<i>416 542</i>	<i>393 390</i>	<i>349 820</i>	<i>360 603</i>	<i>361 662</i>
Itálie (mil. €)	7 099	6 787	6 216	6 217	6 377
<i>mil. CZK</i>	<i>197 079</i>	<i>169 394</i>	<i>164 400</i>	<i>157 236</i>	<i>156 808</i>

Česká Republika (mil. CZK)	51 154	48 630	40 886	47 916	51 083
-------------------------------	--------	--------	--------	--------	--------

Pozn: data uvedená ve měně euro byly přepočteny nominálními kurzy, zveřejněnými ČNB ke konci příslušného období, na českou měnu.

V tabulce jsem uvedl produkci těch členů EU, jejichž trh je z hlediska perspektivy podniku XY nejdůležitější. Je opět zřejmé, že největší produkce pochází právě z německé ekonomiky. Pozitivní skutečností je to, že po roce 2009, kdy se nejvíce v průmyslu projevíly dopady světové hospodářské krize, produkce mírně roste. Pouze pro srovnání jsem také uvedl produkci českých výrobců, resp. firem působících v České republice.

Tabulka 20: Produkce elektromotorů vybraných evropských ekonomik. (Zdroj: vlastní zpracování)

meziroční růst		2009	2010	2011	průměrný meziroční růst
Německo	<i>řetězový index, předch.r. =100</i>	100	107,81	103,15	5,45%
Itálie	<i>řetězový index, předch.r. =100</i>	100	100,03	102,57	1,29%

Klíčový trh, čili německý, mírně roste, a to průměrně o 5,5 % ročně.

3.1.6 Prognóza tržeb

Pro prognózování tržeb, které je klíčové pro sestavení finančního plánu, jsem použil statistickou metodu trendovou analýzu. Provedl jsem testování závislosti vývoje závisle proměnné, ročních tržeb společnosti XY, na vývoji nezávisle proměnné, za které jsem dosazoval roční statistické údaje o stanovených relevantních trzích.

Statisticky významný vliv na vývoj tržeb společnosti měl v největší míře vývoj celkového německého výstupu. Tato skutečnost potvrdila, že klíčovým trhem, který v největší míře ovlivňuje objem prodeje společnosti XY, je právě německé strojírenství. Zde sídlí a fungují nejvýznamnější zákazníci, kteří se zabývají výrobou průmyslových aplikací či jsou distributory takových zařízení a komponentů pro ně nutných. Lze tedy konstatovat, že výběr právě německé průmyslové produkce je správný a vývoj tržeb společnosti XY je a bude determinován tímto oborem.

Aby byl zjištěný trend co možná nejvěrohodnější a poskytl nejpravděpodobnější prognózu, rozšířil jsem časovou řadu tržeb společnosti XY o data dostupná ve sbírce listin obchodního rejstříku.

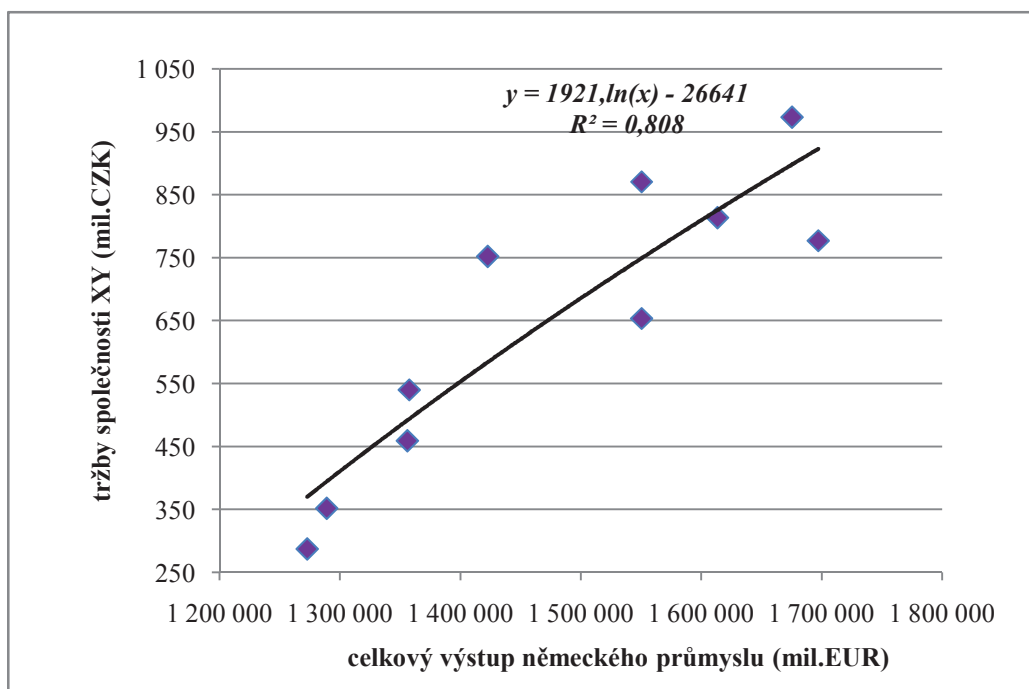
Tabulka 21: Tržby společnosti XY ve srovnání s celkovým průmyslovým výstupem Německa. (Zdroj: GMID)

rok	celkový výstup německého průmyslu (mil. EUR)	tržby společnosti XY (mil CZK)
2002	1 272 861	287
2003	1 288 917	352
2004	1 357 501	540
2005	1 422 647	752
2006	1 550 407	871
2007	1 675 320	973
2008	1 697 132	777
2009	1 355 895	459
2010	1 550 546	654
2011	1 613 502	813

Dostupná data jsem vyrovnal speciální regresní funkcí, logaritmickým trendem, za pomoci tabulkového procesoru Excel. Výsledný index determinace ($R^2=80,8\%$) vyjadřuje kvalitu regresního modelu, přesněji řečeno udává, kolik procent rozptylu vysvětlované proměnné je vysvětleno právě tímto regresním modelem. Hodnota přesahující 80% udává, že zvolená funkce popisuje vzájemnou závislost obou proměnných, a to s velmi významnou statistickou přesností a tento trend je vhodný pro výpočet budoucích prognóz podle regresní rovnice ve tvaru: $y = 1921,6 \ln(x) - 26641$.

Abych byl schopen prognózovat tržby dle výše uvedené regresní funkce, bylo nutné charakterizovat budoucí vývoj celkového průmyslového výstupu v Německu. Tentokrát jsem testoval závislost mezi výstupem průmyslu a hrubým domácím produktem německého hospodářství. GDP jsem použil, protože pro tento ukazatel jsou dostupné oficiální předpovědi budoucího vývoje. Index determinace pro použitý regresní model byl taktéž kolem 80%, prognózu budoucího objemu průmyslového výstupu lze tedy považovat za pravděpodobnou a správnou.

Graf 3: Logaritmická regrese závislosti tržeb XY na celkovém výstupu německého průmyslu.
(Zdroj: vlastní zpracování)



Tabulka 22: Prognóza tržeb společnosti XY, s.r.o. (Zdroj: vlastní zpracování)

rok		GDP DE (mld.EUR)	relativní nárůst/pokles	celkový výstup růmyslu DE (mld.EUR)	relativní nárůst/pokles	Tžby XY (mil.CZK)	relativní nárůst/pokles
skutečnost	2000	2 048	-	1 275	-	-	-
	2001	2 102	2,7%	1 307	2,5%	-	-
	2002	2 132	1,4%	1 273	-2,6%	287,1	-
	2003	2 148	0,7%	1 289	1,3%	351,9	22,6%
	2004	2 196	2,2%	1 358	5,3%	540,1	53,5%
	2005	2 224	1,3%	1 423	4,8%	751,9	39,2%
	2006	2 314	4,0%	1 550	9,0%	870,5	15,8%
	2007	2 429	5,0%	1 675	8,1%	973,2	11,8%
	2008	2 474	1,9%	1 697	1,3%	777,0	-20,2%
	2009	2 375	-4,0%	1 356	-20,1%	459,1	-40,9%
	2010	2 496	5,1%	1 551	14,4%	653,6	42,4%
prognóza	2011	2 593	3,9%	1 614	4,1%	813,4	24,4%
	2012	2 643	2,0%	1 711	6,0%	939,0	15,4%
	2013	2 689	1,7%	1 753	2,5%	985,7	5,0%
	2014	2 804	4,3%	1 843	5,1%	1 081,6	9,7%
průměrný meziroční růst			2,36%		2,77%		11,3%

V době zpracování této kapitoly jsem měl k dispozici údaj o realizovaných tržbách za období 01 až 09/ 2012. Za toto období dosáhly tržby hodnoty 660 mil. Kč. Prostým průměrem jsem vyjádřil měsíční prodeje a násobkem měsíčních tržeb jsem vypočetl přibližnou výši tržeb za rok 2012, 878 mil. Kč. Prodeje sezóně kolísají. V období letních měsíců jsou tržby běžně nižší, než jak tomu je po zbytek roku, a to v důsledku omezení provozu, hlavních evropských odběratelů. Lze tedy předpokládat, že ke konci roku budou prodeje vyšší a celková částka se bude blížit k prognózované hodnotě 939 mil. Kč.

Společnost XY také zavedla výrobu nové výrobkové řady. Produkce nového výrobku tedy bude jistě zdrojem dodatečných výnosů společnosti. Expanze na nové trhy, Indie a Turecko, by také mohla znamenat zvýšení tržeb. Indie je světovým lídrem v průmyslové produkci, a tak by zde mohla být poptávka po produktech podniku, které se realizují ve výrobních aplikacích.

3.2 Analýza finančního zdraví

V předchozích částech této práce jsem charakterizoval vnější a vnitřní potenciál společnosti. Nyní se budu zabývat hodnocením finančního zdraví oceňované firmy.

V rámci procesu ocenění, má finanční analýza dva stěžejní významy a funkce, a to:

- 1) prověřit a důvěryhodně ohodnotit finanční zdraví a perspektivu oceňovaného subjektu,
- 2) vytvořit relevantní základ pro sestavení finančního plánu. (MAŘÍK, 2011)

Hlavním významem první z uvedených funkcí, je věrohodně charakterizovat finanční stránku oceňované společnosti, a to k datu ocenění. Souhrnné hodnocení ukazatelů, jejich srovnání s odborně doporučovanými hodnotami a oborovými průměry, pomůže lépe vyjádřit stav a perspektivu podniku po finanční stránce. (MAŘÍK, 2011)

Další, mnohem důležitější funkcí, zachytit vývoj hlavních finančních ukazatelů, jejich vzájemné relace a výhled na možný budoucí průběh. To má velkou váhu při sestavování výnosových prognóz. (MAŘÍK, 2011)

Vstupní údaje jsem získal ze statutárních výkazů řádných účetních závěrek za období 2007 až 2012. Tyto výkazy byly ověřeny, dle povinnosti vyplívající z §20 zákona č. 563/1991 Sb., nezávislým auditorem, který učinil výroky bez výhrad. Tato skutečnost mi dovoluje pracovat s údaji, úplné a pravdivé.

V následujícím textu budou postupně hodnoceny a komentovány výsledky vybraných finančních ukazatelů, které jsou relevantní pro problematiku této práce.

Kompletní výkazy finančního účetnictví, ověřené nezávislým auditorem, jsou dostupné v příloze č. 1.

3.2.1 Analýza absolutních ukazatelů

Prvním základním krokem finanční analýzy je vertikální a horizontální analýza účetních výkazů. Tím dostaneme nejen pohled na vývoj jednotlivých položek v čase, ale také podrobný popis jejich relací a vzájemných souvislostí.

Vertikální a horizontální analýza aktiv

Kompletní analýzy jsou k nahlédnutí v příloze č. 2.

Tabulka 23: Analýza struktury majetku. (Zdroj: vlastní zpracování)

Struktura aktiv	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	13,31%	11,16%	9,59%	69,43%	58,52%
Oběžná aktiva	86,43%	88,75%	90,19%	30,41%	41,01%
Časové rozlišení	0,26%	0,08%	0,22%	0,16%	0,47%

Lze pozorovat, že v prvních třech letech sledovaného období, tvoří podstatnou část majetku společnosti oběžný majetek. V roce 2007 společnost evidovala dlouhodobou pohledávku ovládajícímu subjektu v celkové výši 260 mil. Kč. Jednalo se o úvěr mateřské společnosti. V roce 2008 došlo k převedení této pohledávky do klasifikace krátkodobých pohledávek, a to ve výši 311,8 mil. Kč. V dalších letech už je podíl dlouhodobých pohledávek na oběžném majetku zanedbatelný. Jedná se pouze o odložené daňové pohledávky vůči státu.

Nejvýznamnější část pohledávek splatných do jednoho roku tvoří běžné pohledávky z obchodních vztahů. Společnost XY běžně prodává výrobky a služby spřízněným osobám. Za celé období tvoří pohledávky za spřízněnými osobami průměrně 70% všech krátkodobých obchodních pohledávek.

V roce 2009 společnost nakoupila 1 968,671 mil. kusů prioritních akcií nejmenované společnosti v nominální hodnotě 0,01 USD přepočteno na 362,8 mil. Kč. To vysvětluje výši krátkodobého finančního majetku v roce 2009. V roce 2010 pak došlo k prodeji těchto cenných papírů s určitým kapitálovým výnosem 408 tis. USD. Zbývá část kr. fin. majetku je tvořena vysoce likvidními prostředky na účtech v bankovních domech.

Co se týče zásob, největší část je stabilně tvořena materiálem, a to průměrně 85% z celkových zásob. V kapitole nedokončené výroby a polotovarů společnost běžně vede výrobky, které jsou insourcovány, podnik si je tedy vyrábí sám, oproti celkové spotřebě materiálu je to však zanedbatelná část.

V dlouhodobém nehmotném majetku je zahrnut pouze software. Tento majetek se podle vnitropodnikové účetní směrnice klasifikuje stejně jako dle zákona o dani z příjmu. Je zde sem tedy zahrnut software s pořizovací cenou nad 60 tis. Kč a s dobou poskytnutí licence delší než jeden rok. Stejným způsobem, tedy podle zákona o dani z příjmu, je klasifikován i dlouhodobý majetek hmotný.

Dlouhodobý hmotný majetek tvořil v prvních třech letech největší část dlouhodobých aktiv podniku. Jak již bylo zmíněno v úvodu praktické části, běžnou činností podniku je průmyslová výroba. Je tedy zřejmé, že samostatné movité věci a jejich soubory jsou v dlouhodobém majetku zastoupeny nejvíce. Jedná se především o výrobní linky, testovací zařízení a jiná příslušenství. Nedokončený hmotný majetek je především tvořen vybavením ventilace výrobní haly v roce 2010, v roce 2011 jsou to zejména 2 CNC stroje. Zálohy na poskytnutý DHM představují poskytnuté zálohy na CNC stroje, které představují přírůstky investic do hmotného majetku, který se projevil v roce 2011.

V roce 2010 společnost pořídila kapitálovou investici v celkové výši 395,7 mil. Kč. Při přepočtení platným kurzem, CZK/ EUR, k 31.12.2011 dosahuje investice výše 407,8 mil. Kč.

Následující horizontální analýza poskytne ucelený pohled na vývoj jednotlivých položek majetku v čase. Jen pro upřesnění, údaje o absolutních změnách jsou uvedeny v tisících Kč, relativní změna je pak uvedena v procentech.

Tabulka 24: Analýza trendů majetku. (Zdroj: vlastní zpracování)

Struktura aktiv	07/08		08/09		09/10		10/11	
	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.
Aktiva celkem	24 235	4,36	-11 935	-2,06	116 993	20,61	156 184	22,81
Dlouhodobý majetek	-9 200	-12,40	-10 287	-15,90	420 941	773,50	16 691	3,51
Oběžná aktiva	34 403	7,17	-2 415	-0,47	-303 775	-59,34	136 610	65,62
Časové rozlišení	-968	-67,00	767	161,13	-173	-13,92	2 883	269,44

Nyní budou aktiva posuzována dle vývoje v čase. Celkově výše aktiv klesala až do roku 2009. Na tomto průběhu měl největší vliv pokles dlouhodobého hmotného majetku. V roce 2008 došlo, kvůli ukončení jedné z výrobních linek, vyřazení tohoto majetku a byl prodán, na základě kupní smlouvy, spřízněné osobě. Kvůli předpokladu dlouhodobého nevyužití některého majetku, byla v roce 2008 vytvořena účetní opravná položka, která měla také vliv na hodnotu dlouhodobého majetku. V roce 2010 došlo k zvýšení DHM a to zhruba o 50%. Jak bylo uvedeno v komentáři předešlé vertikální analýzy, v roce 2010 došlo k poskytnutí zálohy na pořízení obráběcích strojů. Také přírůstek nedokončeného dlouhodobého majetku, v podobě vybavení ventilace, měl vysoký podíl na růstu hodnoty DHM.

Astronomické zvýšení hodnoty kapitálových cenných papírů bylo vyvoláno investicí, o které bylo pojednáno v předešlé části analýzy, v roce 2010.

Stejně jako tomu bylo u DHM, tak i zásoby prošly strmým poklesem do roku 2009 a následným skokovým růstem od roku 2010. Průměrný meziroční růst celkových aktiv je 11,4%, průměrný meziroční růst výše zásob je 14,4%. Lze z toho tedy usuzovat, že vývoj celkových aktiv je do jisté míry ovlivněn právě politikou společnosti v oblasti zásobování a skladování. Největší absolutní přírůstky zaznamenala hodnota materiálu. To bylo vyvoláno především oživením a nastartováním produkce v roce následujícím po roce 2009 kdy byl celosvětový průmysl zasažen světovou hospodářskou krizí.

Převedení, dlouhodobé pohledávky za spřízněnou osobu, do pohledávek krátkodobých se projevil výrazným pohybem obou v prvním meziročním srovnání analýzy. Následné splacení této pohledávky, se projevilo jako markantní pokles krátkodobých pohledávek v roce 2009.

V krátkodobém finančním majetku je prokazatelné pořízení a následný prodej investice do krátkodobých cenných papírů. Pozitivním faktem je, že společnost stále navyšuje peněžní prostředky na účtech v bankách, drží si tak dostatek vysoce likvidních prostředků. Podle prof. Maříka bude nutné upravit výši peněžních prostředků na provozně nutnou úroveň. Více v následující kapitole.

Vertikální a horizontální analýza pasiv

Kompletní analýza struktury a vývoje kapitálu je uvedena v příloze č. 3

Tabulka 25: Analýza struktury zdrojů financování. (Zdroj: Vlastní zpracování)

Struktura pasiv	2007	2008	2009	2010	2011
Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	-1,63%	6,67%	79,23%	76,23%	71,94%
Cizí zdroje	101,63%	93,33%	20,77%	23,77%	28,06%
Rezervy	1,07%	1,96%	5,03%	8,11%	4,97%
Dlouhodobé závazky	71,53%	74,70%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé závazky	28,59%	23,09%	68,80%	51,18%	77,77%
Bankovní úvěry	0,00%	0,25%	0,00%	17,71%	17,26%
Časové rozlišení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Vlastní kapitál společnosti je tvořen základním kapitálem 113,3 mil. Kč, který byl splacen v plné upsané výši. Další složkou vlastního kapitálu jsou ostatní kapitálové fondy, kde společnost eviduje především složky vlastního jmění zanikajících společností, které přešlo na podnik XY následkem smlouvy o fúzi už v roce 2002. V roce 2009 došlo ke kapitalizaci půjčky od spřízněné osoby a započtením této pohledávky došlo k navýšení ostatních kapitálových fondů. Proto lze pozorovat zvýšení podílu vlastního jmění na celkovém kapitálu společnosti v roce 2009.

V roce 2010, na základě rozhodnutí valné hromady, došlo rozdělení zisku roku 2009. Zákonný rezervní fond byl navýšen na 10% základního jmění, částka 2,1 mil. byla

převедena do statutárního fondu a zbylých 35,3 mil. byl opět zahrnut do nerozděleného zisku.

Firma každoročně kumuluje nerozdělený zisk minulých let. v roce 2011 už tato položka dosahuje výše 415,3 mil. Kč. V roce 2007 to bylo pouhých 142 mil. Kč.

Společnost také eviduje oceňovací rozdíl z přecenění majetku, v roce 2010, ve výši 16,2 mil. Kč. Tento rozdíl představuje ocenění finanční investice, o které bylo pojednáno v analýze majetku, kurzem CZK/EUR platným 31. 12. 2010 vyhlášeným ČNB. Oceněním kurzem platným k 31. 12. 2011 se snížil tento oceňovací rozdíl na 4,1 mil. Kč.

Společnost hospodaří s neuhrazenou ztrátou, která byla vykázána v roce 2005. Od tohoto roku se ztráta kumulovala až do roku 2007, kdy ztráta dosáhla výše 622,1 mil. Kč. To je důvod, proč je vlastní kapitál v prvním roce v záporné hodnotě.

Podnik běžně tvoří rezervy. V největší míře jsou to rezervy na záruční opravy. Tyto rezervy jsou každoročně tvořeny dle důkladných analýz nákladů vyvolaných právě záručními opravami. Dále jsou to rezervy na nevybranou dovolenou zaměstnanců. V roce 2008 byla vytvořena rezerva na odstupné zaměstnancům ve výši 3,9 mil. Kč. Tato rezerva byla vytvořena v souvislosti s chystanými organizačními změnami v roce 2009 a v tomto roce došlo také k zúčtování tohoto druhu rezerv, a to v plné výši.

V prvních dvou letech společnost eviduje dlouhodobé závazky. Závazek vůči ovládající osobě, ve výši 365,2 mil. Kč, byl v roce 2009 kapitalizován a započtením byla tato částka převedena do složky vlastního jmění. Zbylá část, půjčka od spřízněné osoby, byla již v roce 2009 vedena na účtu krátkodobých závazků a v roce 2010 došlo k jeho úplnému splacení z prostředků na běžném účtu.

Po zániku dlouhodobých závazků v roce 2009 tvoří většinou část cizích zdrojů krátkodobé závazky s největším podílem neúročených závazků z obchodních vztahů. Oproti pohledávkám z obchodních vztahů za spřízněnými osobami, závazky k těmto osobám tvoří průměrně pouhých 8% z celkových závazků z obchodních vztahů. Z toho vyplývá, že podnik XY prodává mnohem více produktů a služeb spřízněným osobám,

než od těchto osob odebírání. To potvrzuje fakt, že firma XY má v celém konsolidačním celku ryze produkční charakter.

Co se týče úročených prostředků, jejich čerpání lze pozorovat až v posledních letech a tvoří pouhých 17% z celkových cizích zdrojů. Přitom se jedná pouze a krátkodobé bankovní půjčky a výpomoci. Společnost má u bankovního domu otevřený běžný kontokorentní úvěr, který využívá pro řízení objemu likvidních prostředků a cash flow.

Následná analýza přírůstků a úbytků nastíní vývoj v čase. Údaje absolutních změn jsou opět uvedeny v tisících Kč, relativní změny jsou pak v procentech.

Tabulka 26: Analýza trendů pasiv. (Zdroj: vlastní zpracování)

Struktura pasiv	07/08		08/09		09/10		10/11	
	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.
Pasiva celkem	24 235	4,36%	-11 935	-2,06%	116 993	17,09%	156 184	22,81%
Vlastní kapitál	47 723	525,64%	411 078	1063,76%	72 140	13,82%	83 044	15,91%
Cizí zdroje	-23 488	-4,16%	-423 013	-78,20%	44 853	38,04%	73 140	44,94%
Rezervy	4 608	76,60%	-4 696	-44,20%	7 276	122,74%	-1 481	-11,22%
Dlouhodobé závazky	0%	0,00%	330	0,08%	0	0,00%	0	0,00%
Krátkodobé závazky	-29 759	-19,24%	-12 936	-10,36%	8 757	7,82%	62 715	51,95%
Bankovní úvěry	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	11 906	41,31%
Časové rozlišení	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%

Opět lze pozorovat pokles celkového kapitálu do roku 2009 a následný vzestup po tomto přelomovém období.

Do roku 2010 vykázaly zdroje financování rozlišný vývoj. Zatímco vlastní kapitál zaznamenal během prvních třech období astronomický nárůst, cizí zdroje v tomto období klesaly, to bylo způsobeno kapitalizací pohledávky a jejím převedení ze zdrojů cizích do vlastních ve výši 365 mil. Kč. jak o tom bylo pojednáno v předchozí analýze kapitálu společnosti. Od roku 2009 pak obě složky kapitálu rostou. Objem vlastních zdrojů meziročně roste průměrně o 14%. Cizí kapitál pak roste rychleji, a to průměrně o 40% ročně. Na této skutečnosti se významně podílí vývoj objemu závazků z obchodních vztahů. Z toho lze usuzovat, že společnost rozvíjí svou běžnou činnost. Pro lepší pochopení je nutné poukázat na relaci mezi vývojem obchodních závazků a průběhem

výkonové spotřeby. Tyto závislosti budu analyzovat na závěr analýzy absolutních ukazatelů.

Vertikální a horizontální analýza výsledovky

Tabulka 27: Struktura výkazu zisků a ztrát. (Zdroj: vlastní zpracování)

položka	2007	2008	2009	2010	2011
Výkony	100%	100%	100%	100%	100%
Výkonová spotřeba	74,4%	78,2%	70,9%	73,7%	73,3%
Přidaná hodnota	25,6%	21,8%	29,1%	26,3%	26,7%
Osobní náklady	12,1%	13,2%	17,0%	14,5%	14,0%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3,4%	2,3%	1,9%	1,8%	1,9%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-3,4%	0,5%	0,5%	0,3%	-0,6%
Provozní výsledek hospodaření	11,4%	4,9%	4,5%	7,0%	9,9%
Výnosové úroky	0,2%	1,4%	0,7%	0,0%	0,1%
Nákladové úroky	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Ostatní finanční výnosy	3,9%	2,3%	1,9%	5,9%	2,8%
Ostatní finanční náklady	4,5%	1,6%	0,7%	2,4%	3,6%
Finanční výsledek hospodaření	-0,4%	1,9%	1,8%	4,3%	-0,9%
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,5%	1,8%	1,5%	2,1%	1,7%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	10,5%	5,0%	4,8%	9,2%	7,4%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	11,0%	6,8%	6,2%	11,3%	9,1%

Společnost XY, je čistě výrobní podnik, a proto tvoří převážnou část výnosů tržby z prodeje vlastních výrobků. V rámci celého konsolidačního celku podniky běžně obchodují s materiálem, proto lze pozorovat, že malou část výnosů tvoří i tyto prodeje. Jak již bylo uvedeno v předešlém, v roce 2007 došlo k ukončení provozu jedné

z výrobních linek a byl uskutečněn její prodej sesterské pobočce. Zbytek výnosů, je vzhledem k tržbám za vlastní výrobky zanedbatelný.

Převážnou část provozních nákladů tvoří spotřeba materiálu a energií, průměrně je to zhruba 60% z celkových nákladů. Jelikož společnost některé výrobní, ale i administrativní činnosti outsourcuje, lze pozorovat i náklady vyvolané spotřebou služeb ostatních ekonomických subjektů.

Osobní náklady se pohybují kolem 15% z celkových nákladů. Mzdové náklady přirozeně tvoří zhruba 75% těchto nákladů.

Je také patrné, že podnik uplatňuje stabilní politiku odepisování dlouhodobého majetku. Odpisy, za celé období, oscilují kolem hranice 3% z celkových nákladů. Bude zajímavý vývoj výše odpisů v relaci s vývojem stálých aktiv.

Zůstatková cena prodaného majetku byla markantní pouze v roce 2007, kdy došlo k prodeji plně neodepsané výrobní linky.

Tabulka 28: Analýza vývoje výnosů v tis. Kč. (Zdroj: vlastní zpracování)

struktura výnosů	07/08		08/09		09/10		10/11	
	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.
Výkony	-193 118	-20,1%	-305 142	-39,8%	189 843	41,1%	157 664	24,2%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-90 793	-75,5%	-23 629	-80,1%	1 561	26,7%	938	12,6%
Ostatní provozní výnosy	11 566	121,6%	707	3,4%	-2 241	-10,3%	-3 168	-16,2%
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0,0%	0	0,0%	8 359	100,0%	-8 359	-100,0%
Výnosové úroky	10 848	484,7%	-6 737	-51,5%	-6 349	-100,0%	517	100,0%
Ostatní finanční výnosy	-15 468	-41,2%	-4 245	-19,2%	38 660	216,8%	-30 046	-53,2%
Σ VÝNOSY	-276 965	-24,5%	-339 046	-39,7%	229 833	44,7%	117 546	15,8%

Celkové výnosy společnosti zaznamenávaly přírůstky až od roku 2009. Do tohoto roku, který byl pro světové hospodářství krizový, výnosy podniku klesaly. Na zvýšení výnosů v roce 2010 měl největší vliv pozitivní vývoj tržeb. Výnosy, i jejich hlavní složka tržby, zaznamenali meziroční nárůst přes 40%.

V roce 2008 lze sledovat skokový nárůst výše výnosových úroků. Tato skutečnost je spjata s poskytnutou půjčkou mateřskému subjektu. Tato půjčka byla hlavním a významným zdrojem přijatých úroků podniku.

Tabulka 29: Analýza vývoje nákladů v tis. Kč. (Zdroj: vlastní zpracování)

Struktura nákladů	07/08		08/09		09/10		10/11	
	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.
Výkonová spotřeba	-114 410	-16,0%	-272 118	-45,3%	152 986	46,6%	112 306	23,4%
Osobní náklady	-15 650	-13,4%	-22 370	-22,1%	16 215	20,6%	18 228	19,2%
Daně a poplatky	-2 472	-144,4%	762	-100,3%	4	200,0%	0	0,0%
Odpisy dlouhodobého majetku	-10 635	-32,7%	-3 932	-18,0%	-211	-1,2%	796	4,5%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-113 453	-83,0%	-16 849	-72,7%	-45	-0,7%	5 450	86,6%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	37 787	-115,0%	-130	-2,6%	-1 949	-40,7%	-8 489	-298,7%
Ostatní provozní náklady	8 836	74,2%	-9 468	-45,6%	-1 908	-16,9%	-1 136	-12,1%
Nákladové úroky	1 219	147,2%	-984	-48,1%	-370	-34,8%	-196	-28,3%
Ostatní finanční náklady	-27 657	-64,4%	-9 022	-59,0%	16 672	266,2%	11 891	51,8%
Daň z příjmů za běžnou činnost	12 669	283,8%	-3 039	-17,7%	5 879	41,7%	-3 818	-19,1%
Σ Náklady	-223 766	-21,7%	-337 150	-41,9%	187 273	40,0%	135 032	20,6%

Stejně jako tomu bylo v případě výnosů, tak i náklady prošli klesajícím trendem a následným vzestupem po roce 2009. I v tomto případě má na tento vývoj největší vliv nejvýznamnější složka nákladů, výkonová spotřeba, která zaznamenala velice podobný vývoj jako celkové náklady.

Zajímavé v případě nákladů je to, že oproti tomu že spotřeba materiálu a energií vzrostla o zhruba 60% v roce 2010, mzdové náklady vzrostly o pouhých 17%. Tato skutečnost poukazuje na to, že podnik, i při zvýšení poptávky po roce 2010, nenavýšila příliš lidské zdroje.

3.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele popisují vzájemný vztah mezi ukazateli absolutními. Jsou nejčastěji zjišťovány poměrem mezi tokovými ukazateli, zjištěnými z výkazu zisku a ztrát, a ukazateli stavovými, což jsou vybrané položky bilance.¹

Analýza ziskovosti

Ukazatele rentability charakterizují efektivitu vložených prostředků do podnikatelské činnosti. Výnosnost vloženého kapitálu poukazuje na schopnost podnikatelského subjektu vytvářet dodatečné zdroje a dosahovat zisku využitím investovaného kapitálu.

Tabulka 30: Analýza ziskovosti. (Zdroj: vlastní zpracování)

Rentabilita	vztah pro výpočet	2007	2008	2009	2010	2011
ROA	EBIT/Aktiva	19,69%	8,11%	7,59%	9,81%	11,35%
ROA s vlivem zdaň.úroků	EAT+zdaněné úroky/Aktiva	18,29%	8,51%	8,22%	12,99%	8,48%
ROE	EAT/VK	N/A	N/A	10,19%	16,94%	11,72%
ROS	EAT/tržby	10,37%	6,14%	9,98%	13,52%	8,72%
ROCE	EAT+zdaněné úroky/Dlouhodobé zdroje	25,73%	11,15%	10,38%	17,04%	11,79%

Rentability vloženého kapitálu vykazují poměrně vysoké hodnoty. Od počátku sledovaného období lze pozorovat, že společnost velmi efektivně využívá svůj majetek a produkční síla celkových aktiv se pohybuje nad oborovými průměry, které se pohybují kolem hranice 8%. Pozitivním faktem je, že podnik využívá všech dostupným prostředků s větší efektivitou, což znázorňuje rostoucí trend ROA, který započal v roce 2009. Nárůst ukazatele v roce 2012 lze vysvětlit progresivním zvýšením celkových výnosů, a to ve větší míře, než tomu bylo na straně nákladů, to vše mírném nárůstu

¹ SEDLÁČEK, Jaroslav. 2001.

celkového kapitálu společnosti. V tomto roce také došlo ke snížení sazby daně z příjmů právnických osob z dvaceti na devatenáct procent.

Výnosnost vlastního kapitálu byla sledována až od roku 2009, neboť v prvních dvou obdobích je suma vlastního kapitálu velmi nízké hodnoty v důsledku neuhrazené ztráty minulých let. Hodnoty se pohybují nad oborovými průměry, kromě posledního roku, kdy obor vykazoval lepší výnosnost vlastního kapitálu, a to zhruba o jeden procentní bod.

Velmi pozitivní je hodnota ziskové marže, která se pohybuje vysoko nad úrovní ročních odvětvových průměrů (průměrně 6%). Tržby, jako hlavní složka výnosů, jsou generovány s efektivním vynaložením nákladů.

Ziskovost dlouhodobého kapitálu je také velmi vysoká. Pro tento ukazatel nejsou dostupné průměry oboru, lze však konstatovat, že pro potencionální investory je míra zhodnocení kapitálových prostředků velmi vysoká v kontrastu s jinými investičními příležitostmi s podobnou mírou rizika.

Analýza likvidity

Likvidita obecně zobrazuje skutečnost, jak je podnik schopný krýt své krátkodobé závazky zpeněžením položek svých krátkodobých aktiv.

Tabulka 31: Analýza likvidity. (Zdroj: vlastní zpracování)

Likvidita	vztah pro výpočet	2007	2008	2009	2010	2011
III. Stupně	OA/kr.závazky a úvěry	1,4	4,1	4,6	1,4	1,5
II. Stupně	kr.pohl. a kr.fin.majetek/kr.závazky a úvěry	0,8	3,6	4,1	0,7	1,0
I. Stupně	kr.fin.majetek/kr.závazky a úvěry	0,3	0,5	3,6	0,2	0,7
z provozního CF	Provozní CF/kr.závazky a úvěry	1,1	0,6	0,2	0,6	0,6

Z vypočtených hodnot se dá usuzovat, že podnik má dostatek velice likvidních prostředků a neměl by mít vážné problémy dostát svým závazkům, což je velmi důležité nejen pro bezproblémové fungování společnosti, ale i pro zachování dobrého jména u dodavatelů a tím mít velmi dobré postavení v dodavatelsko- odběratelských vztazích.

Vysoká hodnota peněžní likvidity v roce 2009 se dá vysvětlit investicí do cenných papírů, které byly následující rok prodány. Byly tedy evidovány jako krátkodobý finanční majetek.

Analýza dlouhodobé finanční rovnováhy

Tabulka 32: Analýza dlouhodobé finanční rovnováhy. (Zdroj: vlastní zpracování)

Likvidita	vztah pro výpočet	2007	2008	2009	2010	2011
Celková zadluženost	Cizí kap./Aktiva	N/A	93,3%	20,8%	23,8%	28,1%
Kvóta vlastního kapitálu	VK/Aktiva	N/A	6,7%	79,2%	76,2%	71,9%
Koeficient zadluženosti	Cizí kap./VK	N/A	1399,7%	26,2%	31,2%	39,0%
Dlouhodobé krytí aktiv	VK+rezervy/Aktiva	N/A	8,5%	80,3%	78,2%	73,3%
Úrokové krytí	EBIT/nákl.úroky	132	23	41	97	192

U ukazatelů, do jejichž výpočtu vstupuje hodnota vlastního kapitálu společnosti, jsem záměrně neuvedl výsledky v prvním roce. Důvodem je záporná hodnota vlastního kapitálu, ve spojitosti s neuhrazenou ztrátou, v tomto roce. Taktéž jsou nepříznivé výsledky v roce 2008. Jak bylo uvedeno v předchozí kapitole této práce, v roce 2009 došlo ke kapitalizaci pohledávky, proto jsou hodnoty, počínaje tímto rokem, diametrálně odlišné od výsledků v prvních dvou obdobích.

V posledních třech letech roste podíl cizích zdrojů na celkovém kapitálu. Vysvětlením je každoroční nárůst obchodních závazků. Také krátkodobé bankovní úvěry, v posledním roce zaznamenaly zvýšení o částku převyšující 11 mil. Kč.

Astronomická hodnota koeficientu zadluženosti v roce 2008 poukazuje na skutečnost, že výše vlastních zdrojů, oproti cizímu kapitálu, byla zanedbatelná. Tento stav změnila již zmíněná kapitalizace.

Jelikož společnost využívá velmi malou část kapitálu, ze kterého je nutné platit věřitelům úroky, jsou hodnoty úrokového krytí velmi vysoké. Tato a další skutečnosti nabízejí prostor pro případnou optimalizaci kapitálové struktury, a tím i snížení vážených průměrných nákladů kapitálu.

Ukazatele řízení aktiv

Tyto ukazatel poukazují na to, jak efektivně podnik hospodaří se svým majetkem.

Tabulka 33: Analýza aktivity. (Zdroj: vlastní zpracování)

Ukazatele aktivity	vztah pro výpočet	2007	2008	2009	2010	2011
Počet obrátů stálých aktiv	tržby/Aktiva	1,8	1,3	0,8	1,0	1,0
Počet obrátů celkových aktiv	tržby/DM	13,2	12,0	8,4	1,4	1,7
Doba obrátu zásob (ve dnech)	zásoby/denní tržby	36,0	28,8	42,3	52,3	55,0
Doba obrátu pohledávek z obch. styku (ve dnech)	obchodní pohl./denní tržby	23,7	25,6	30,5	34,7	24,1
Doba obrátu závazků z obch. styku (ve dnech)	obchodní záv./denní tržby	44,6	36,0	40,2	50,6	71,0

Počet obrátek celkového majetku se po celé období pohybuje pod hodnotami odvětvového průměru (v průměru 1,4 obrátek ročně). To lze považovat za signál, že by management měl hledat možnosti zvýšení tržeb, či odprodání některého investičního majetku. Od roku 2010 však společnost eviduje investici do cenných papírů kapitálového trhu, které nemají výrobní charakter a nesouvisí s odbytem podniku, lze tedy předpokládat, že vybavenost podniku majetkem, v posledních dvou obdobích, je přiměřená.

Důležité je porovnání doby obrátu pohledávek a závazků. Lze pozorovat, že podnik intenzivně využívá dodavatelských úvěrů, tím si vytváří dočasně volné zdroje pro jiné využití. Tato skutečnost také poukazuje na velmi dobré obchodní postavení podniku, což je z hlediska budoucího potencionálu společnosti velmi pozitivní fakt.

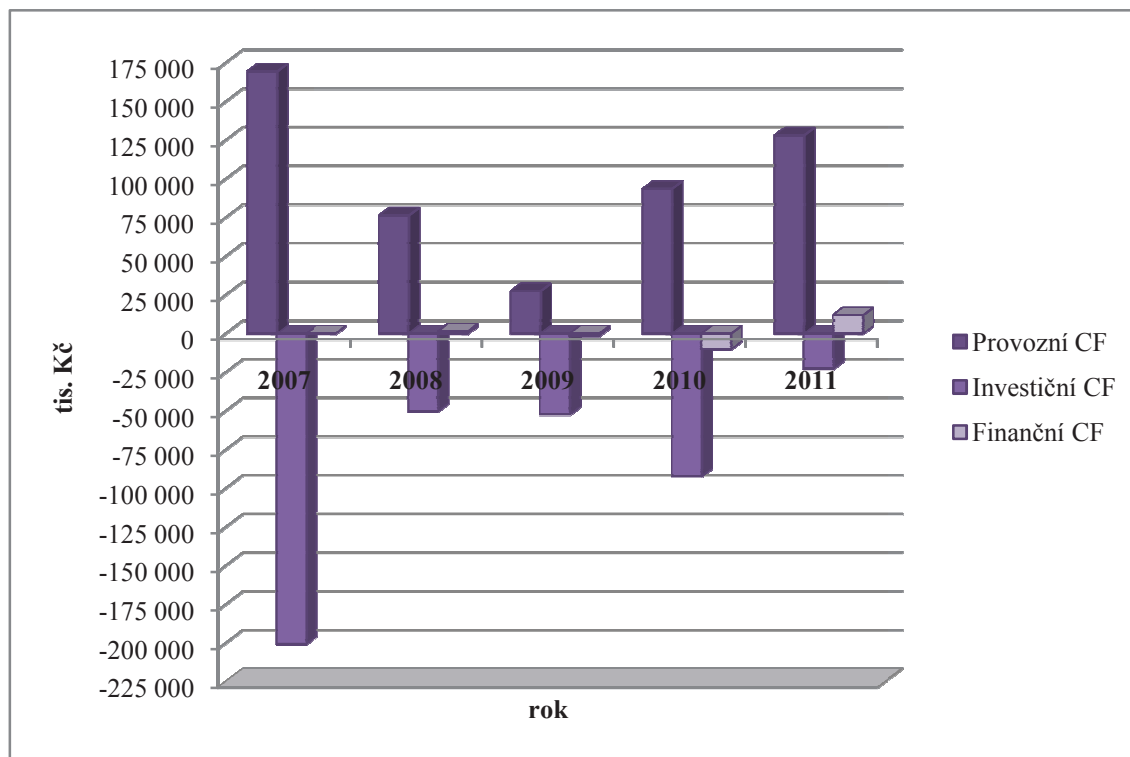
Analýza peněžních toků a čistého pracovního kapitálu

Na závěr finanční analýzy jsem se rozhodl zhodnotit cash flow a čistý pracovní kapitál podniku.

Z následujícího grafu je zřejmé, že převážný přírostek či úbytek hotovosti je spojen s provozní a investiční činností podniku. V roce 2007 lze pozorovat výrazně záporné CF z investiční činnosti. To bylo způsobeno poskytnutým úvěrem spřízněnému subjektu. Nejvýznamnější položkou peněžního toku spojeného s pořizováním investičního

majetku jsou právě výdaje spojené s jeho pořízením. To vypovídá o trvalé investiční činnosti podniku do stálých aktiv.

Graf 4: Peněžní toky podniku. (Zdroj: vlastní zpracování)



Tabulka 34: Analýza vývoje peněžních toků. (Zdroj: vlastní zpracování)

Relativní změna	07/08	08/09	09/10	10/11
Peněžní to z provozní činnosti	-54,90%	-63,94%	239,39%	37,01%
Peněžní to z investiční činnosti	75,05%	-4,37%	-76,52%	75,54%
Peněžní to z finanční činnosti	100,00%	-200,00%	-655,66%	218,20%
Absolutní změna (tis. Kč)	07/08	08/09	09/10	10/11
Peněžní to z provozní činnosti	-92 985	-48 854	65 947	34 605
Peněžní to z investiční činnosti	150 391	-2 185	-39 924	69 570
Peněžní to z finanční činnosti	1 333	-2 666	-8 740	21 979

Provozní CF od roku 2009 stabilně roste, což je pozitivní z hlediska tvorby volných prostředků. Peněžní toky z investiční činnosti vykazují za celé sledované období pouze záporné hodnoty, však nejmarkantnější pokles, v posledních třech letech, byl v roce 2010, kdy také společnost vykázala výdaje v souvislosti s pořízením nového výrobního zařízení. Co se týče finančního CF, příliv peněžních prostředků je hlavně znám až v posledním roce v souvislosti s čerpaným úvěrem.

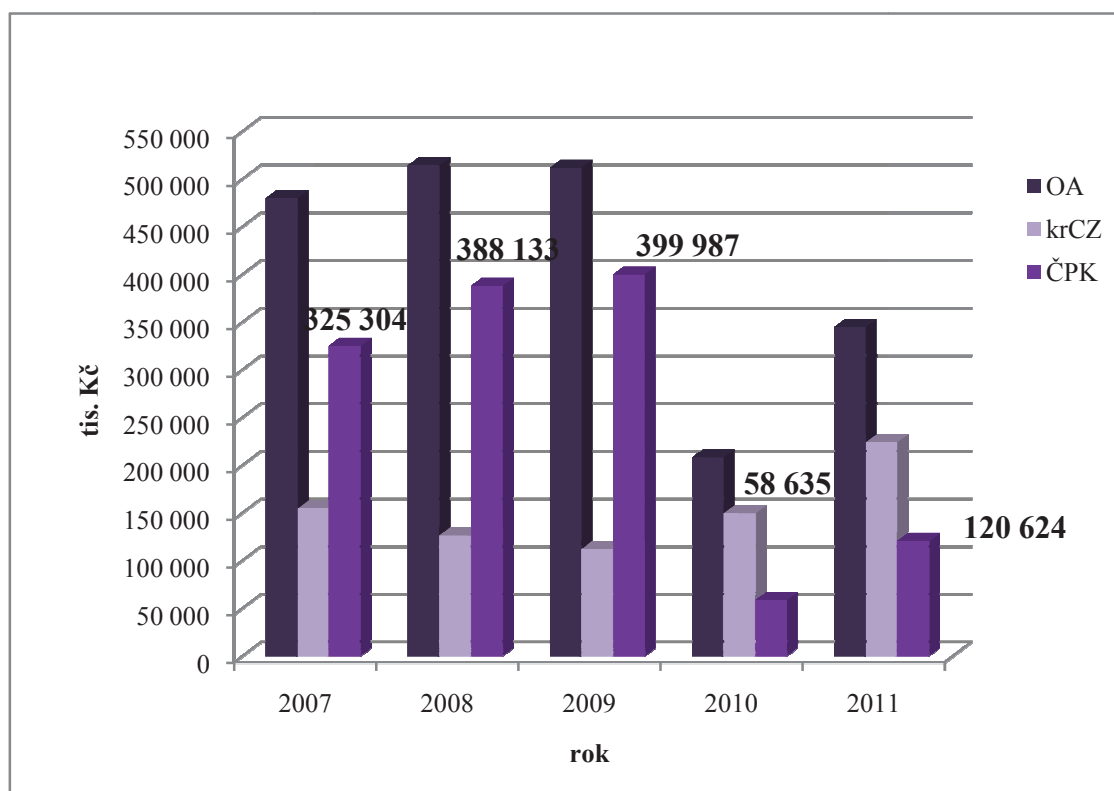
Hodnocení čistého pracovního kapitálu je důležité pro definici tzv. finančního fondu. Pro rozhodování ve finanční oblasti představuje ČPK relativně volnou část oběžného majetku, která je financována dlouhodobým kapitálem a představuje finanční „polštář“ pro zajištění bezproblémového průběhu hospodářské činnosti podniku.

Tabulka 35: Vyjádření čistého pracovního kapitálu. (Zdroj: vlastní zpracování)

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011
ČPK	325 304	388 133	399 987	58 635	120 624
OA	479 971	514 374	511 959	208 184	344 794
krCZ	154 667	126 241	111 972	149 549	224 170
ČPK/OA	67,8%	75,5%	78,1%	28,2%	35,0%

Podnik si v celém období udržuje velkou část relativně volných likvidních prostředků. Na průbě lze pozorovat markantní změny ve struktuře oběžných aktiv.

Graf 5: Vyjádření čistého pracovního kapitálu. (Zdroj: vlastní zpracování)



V prvních třech letech tvořily nadpoloviční většinu oběžného majetku, postupně dlouhodobé pohledávky, krátkodobé pohledávky a finanční majetek. V roce 2010 tvoří

převážnou část oběžného majetku zásoby a také ČPK dosahuje nejnižší hodnoty za celé období, i tak je však polštář likvidních prostředků dostatečný, aby ním mohla společnost v nepříznivých situacích disponovat. Velmi příznivý je stav pracovního kapitálu v posledním roce. Pohotové prostředky uložené na bankovních účtech tvoří zhruba 44% podíl na celkovém oběžném majetku a tvoří celkovou výši pracovního kapitálu v tomto roce.

3.3 SWOT analýza

Analýza je výsledkem strategické a finanční analýzy. Analyzuje silné a slabé stránky podniku jako celku a příležitosti a hrozby, které plynou z vnějšího okolí firmy.

Tabulka 36: SWOT analýza. (Zdroj: vlastní zpracování)

S- silné stránky	W- slabé stránky
1. Organizační struktura umožňující efektivní řízení	1. Existenční závislost na klíčových zákaznících
2. Certifikáty ISO 9001 a 14001	2. Nízká zadluženost
3. Vysoké hodnoty provozního CF a dostatek zdrojů pro rozvoj	3. Nedostatečné schopnosti managementu
4. Řízení a kontrola cílů prostřednictvím systému BSC	4. Vysoká fluktuace postihující odborné pracovní pozice
5. Kontinuální vývoj produktu	5. Slabá vyjednávací síla s dodavateli
6. Čerpání dodavatelských úvěrů ve vyšší míře než jejich poskytování	6. Upřednostňování realizace tržeb na úkor kvality výrobků
7. Kladná hodnoty ČPK a dostatečně vysoká likvidita	7. Omezený přístup k distribučním kanálům
8. Vysoká variabilita a uplatnění výrobků	
9. Schopnosti odborných pracovníků	
O- příležitosti	T- Hrozby
1. Velikost a růst relevantního trhu	1. Růst ceny ropy
2. Růst exportních trhů	2. Nízká investiční aktivita zákazníků
3. Nové technologie, patenty a know-how	3. Přetrvávající dluhová krize v eurozóně
4. Získání nových zákazníků	4. Tvrdé konkurenční prostředí
5. Dostatek volných prostředků pro případné investice	5. Negativní vliv inflace na ceny průmyslových vstupů
	6. Ztráta strategického zákazníka

3.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

3.4.1 Vymezení majetku provozně nutného

Pro analýzu generátorů hodnoty, je třeba pracovat jen s aktivy a výsledky hospodaření, které přímo souvisejí s hlavním provozem podniku.

Z dlouhodobého majetku byla vyčleněna budova, v zůstatkové ceně 1 626 tisíc, která slouží pouze pro ubytování příchozích zahraničních pracovníků. Na straně nákladů byly, v souvislosti s tímto majetkem, vyčleněny odpisy.

Dlouhodobý finanční majetek, v celé výši 408 mil. Kč, má charakter dlouhodobého uložení peněz, tento majetek tedy slouží jako strategická rezerva. Držení takových investic nijak neovlivňuje činnost podniku, a proto jsem ji z provozního majetku vyčlenil. Ve výsledovce dále také neuvažuji finanční výnosy s investicí spojenými.

Krátkodobý finanční majetek jsem upravil, dle rozhovoru s managementem podniku, aby jeho výše dosahovala maximálně 20% krátkodobých neúročených dluhů.

Kompletní vyjádření investovaného kapitálu provozně nutného a následná analýza generátorů hodnot je uvedeno v příloze č. 4.

3.4.2 Analýza a prognóza ziskové marže

Tabulka 37: Výpočet provozní ziskové marže. (Zdroj: vlastní zpracování)

Položka	skutečnost	plán			
	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	813 385	938 953	985 728	1 081 552	1 160 342
Průměrné tempo růstu	-4,00%	9,28%			
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	593 255	682 163	710 261	779 307	836 079
Podíl výkonové spotřeby na tržbách	72,94%	72,65%	72,05%	72,05%	72,05%
Průměrné tempo růstu	-4,54%	8,96%			
Podíl přidané hodnoty na tržbách	26,63%	27,35%	27,95%	27,95%	27,95%
Podíl osobních nákladů na tržbách	13,90%	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%
Osobní náklady (tis. Kč)	113 068	132 196	138 782	152 273	163 366
Průměrné tempo růstu	-0,77%	9,73%			
Korigovaný VH před odpisy (tis. Kč)	107 056	124 587	136 678	149 965	160 889
Provozní zisková marže	13,16%	13,27%	13,87%	13,87%	13,87%

Výpočet ziskové marže jsem provedl metodou shora a metodou zdola. Výsledná hodnota pak byla vypočtena sladěním obou metod. Uvedl jsem průměrné tempa růstu vybraných položek za dosavadní období. Záporné hodnoty jsou ovlivněny poklesem celkového výkonu podniku, který trval od roku 2007 do 2009.

Výkonovou spotřebu jsem ponechal na úrovni 72% z celkových tržeb. Vychází to z podnikové politiky kontinuální zvyšování efektivity výrobních procesů, neustálé zaměření na ceny nakupovaného materiálu a vyhledávání nových úspornějších technologií výroby.

Osobní náklady se ve sledovaném období pohybovaly kolem úrovně 14% z tržeb. Lze předpokládat, že tento trend bude trvat i nadále. Nejvýznamnější složka, mzdové náklady, tvoří běžně v podniku desetiprocentní podíl na tržbách. V podniku nejsou plánované žádné personální změny či personální reorganizace výroby, proto jsem tento podíl mzdových nákladů ponechal i pro plánované období.

Všechny významné položky jsou plánované tak, že rostou v průměru o 9% ročně, což je 6 p. b. nad úrovní plánované inflace. To považuji za dostatečné.

3.4.3 Analýza a prognóza pracovního kapitálu

Tabulka 38: Analýza a prognóza položek ČPK. (Zdroj: vlastní zpracování)

Doba obratu z tržeb ve dnech	skut.	plán			
	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	55,0	59,2	60,0	60,0	60,0
Pohledávky	29,9	30,0	30,0	30,0	30,0
ostatní aktiva	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Krátkodobé závazky	81,2	90,0	90,0	90,0	90,0
Zásoby (tis.Kč)	124 373	154 406	164 288	180 259	193 390
Pohledávky (tis.Kč)	67 552	78 246	82 144	90 129	96 695
ostatní aktiva (tis.Kč)	3 953	2 613	3 006	3 399	3 482
Krátkodobé závazky (tis.Kč)	183 444	234 738	246 432	270 388	290 086
Pracovní kapitál provozně nutný	49 123	47 474	52 292	57 477	61 499
k_{wc}	3,85%	3,57%			

K analýze náročnosti růstu tržeb na složky pracovního kapitálu byl využit ukazatel doby obratu ve dnech.

Po konzultaci s vedoucími pracovníky nákupu byla doba obratu u zásob plánována na šedesát dnů. Tato hodnota je maximálně přípustná s ohledem na nákupní politiku a způsob doplňování materiálu podniku.

Z analýzy obrátkovosti pohledávek a závazků z obchodního styku vyplynulo, že společnost využívá dodavatelských úvěrů ve větší míře, než poskytuje svým odběratelům. S ohledem na tuto skutečnost byly doby obratu plánovány na 90 dní u závazků a 30 dní u pohledávek z obchodního styku.

Výpočtem absolutní výše položek pracovního kapitálu byl vyjádřen koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál, vyjádřený poměrem přírůstku pracovního kapitálu k přírůstku tržeb, který je 3,57%.

3.4.4 Analýza a prognóza investic do dlouhodobého majetku

Tabulka 39: Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice do DM netto. (Zdroj: vlastní zpracování)

Celkový přírůstek tržeb 2012- 2015 (tis. Kč)		346 957
Majetek	k_{DMn} v min. letech	Odhad investic netto pro růst tržeb 2012-2015 (tis. Kč)
Dlouhodobý nehmotný majetek provozně nutný	0,9%	3 123
Dlouhodobý hmotný majetek provozně nutný	5,0%	17 348
Výsledný koeficient náročnosti růstu tržeb		5,90%

Výpočet koeficientu byl proveden podílem přírůstku provozně nutného dlouhodobého majetku a celkového přírůstku tržeb. Pomocí tohoto koeficientu byly pak naplánovány investice do stálých aktiv v závislosti na prognózu vývoje výkonů podniku.

Tabulka 40: Plánované investice podniku. (Zdroj: vlastní zpracování)

Celkem (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	celkem
Odpisy	18 158	18 525	22 678	26 273	30 913	
Zůstatková hodnota	82 757	92 349	96 149	99 949	103 749	
Celkové investice netto	4 941	9 071	3 800	3 800	3 800	25 412
Celkové investice brutto	23 099	27 596	26 478	30 073	34 713	141 959

Podnik disponuje dostatkem výrobních kapacit a budoucí růst tržeb nebude vyžadovat investice do dalšího výrobního dlouhodobého majetku. Plánované investice mají charakter prostředků na obnovu stávajících kapacit a po konzultaci s managementem se výše investic jeví jako správná, reálná a postačující.

3.4.5 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Po předchozích analýzách je k dispozici prognóza odpisů, investic a výše provozně nutného investovaného kapitálu. Lze tedy dopočítat obrátku tohoto kapitálu a jeho rentabilitu.

Tabulka 41: Analýza rentability investovaného provozního kapitálu. (Zdroj: vlastní zpracování)

Celkem (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH před odpisy	107 056	124 587	136 678	149 965	160 889
odpisy	18 158	18 525	22 678	26 273	30 913
KPVH po odpisech	88 898	106 062	114 000	123 692	129 976
sazba daně z příjmů PO	19%	19%	19%	19%	19%
KPVH po odpisech a dani	72 007	85 910	92 339	100 190	105 280
zisková marže	8,9%	9,1%	9,4%	9,3%	9,1%
Tempo růstu KPVH	-3,18%	10,72%			
Investovaný kapitál	131 880	139 823	148 441	157 426	165 248
Obrátka inv. kapitálu	5,3	7,1	7,0	7,3	7,4
Rentabilita inv. kapitálu	46,7%	65,1%	66,0%	67,5%	66,9%

Výše rentability se zdá být neúměrně vysoká. Je však možné konstatovat, že podnik má k dispozici dostatek produkčních aktiv, které nemají naplněnou 100% výrobní kapacitu, a s takovou výší bude schopen v budoucnu generovat plánované zisky.

3.4.6 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnot

Generátory hodnoty lze použít pro první odhad hodnoty podniku. Takové ocenění je založeno na principu peněžních toků s tím, že soustřeďuje pozornost na klíčové veličiny, kterými jsou rentabilita tržeb vyjádřená z korigovaného provozního zisku, náročnost na investice do stálých aktiv a pracovního kapitálu a tempo růstu plánovaných tržeb. (MAŘÍK, 2011)

Z předchozí analýzy jsou vyjádřeny následující údaje.

Tabulka 42: Generátory hodnot (Zdroj: vlastní zpracování)

Generátory hodnoty	Označení	Prognóza	
		pesimistická	Optimistická
Tempo růstu tržeb	G	7%	9,29%
Zisková marže po odpisech a dani	r_{ZPX}	7%	9,02%
Náročnost růstu tržeb na			
- pracovní kapitál	k_{WC}	5%	3,57%
- investice netto	K_{DMn}	7%	5,90%
Předpokládaná diskontní míra	i_k	18%	15%

Po dosazení hodnot do rovnice č. 4 dostaneme předběžné výnosové ocenění podniku.

Tabulka 43: Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty. (Zdroj: vlastní zpracování)

Varianta prognózy	hodnota podniku (mil. Kč)	hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění (mil. Kč)	Hodnota podniku celkem (mil. Kč)
Optimistická	1279	525	1 804
Pesimistická	624	525	1 149

Optimistická varianta ocenění vychází z plánovaných hodnot, které byly podloženy a obhájeny výsledky strategické analýzy podniku. Po přičtení výše majetku, který byl vyčleněn jako provozně nutný, byla hodnota podniku stanovena ve výši 1,8 miliard Kč.

Hodnoty ukazatelů pro pesimistickou variantu prognózy byly stanoveny prostým odhadem a to tak, že se liší o 2 p. b. od plánovaných hodnot.

Výsledné ocenění dává základní představu o rámci, ve kterém by se výnosové ocenění mělo pohybovat.

4 Finanční plán

Pro ocenění podniku některou z výnosových hodnot je nutné sestavit kompletní finanční plán, který se skládá z následujících výkazů:

- výsledovka,
- bilance a
- výkaz peněžních toků. (MAŘÍK, 2011)

Z předešlé analýzy a prognózy generátorů hodnoty jsou již stanovené plánované absolutní výše hodnot některých položek, které budou tvořit hlavní kostru finančního plánu. Plán bude sestaven pro dvě varianty kapitálové struktury. V první variantě (dále jen varianta A) bude počítáno se zapojením dluhového kapitálu, a to konkrétně krátkodobého revolvingového úvěru, který byl v posledních dvou letech čerpán. V druhé variantě (dále jen varianta B) bude pracováno s předpokladem, že podnik bude financovat svoji činnost výhradně vlastním kapitálem. Takový předpoklad je věrohodný, protože podnik disponuje dostatkem volných peněžních prostředků, jejichž převážná část byla vymezena jako majetek neprovozního charakteru. Varianta A však bude rána jako základní východisko celkového ocenění.

Tabulka 44: Plán výsledovky. (Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony	809 892	938 953	985 728	1 081 552	1 160 342
Tržby za vlastní výrobky	813 385	938 953	985 728	1 081 552	1 160 342
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 493	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	593 255	682 163	710 261	779 307	836 079
Přidaná hodnota	216 637	256 790	275 466	302 245	324 263
Osobní náklady	113 068	132 196	138 782	152 273	163 366
Daně a poplatky	6	7	7	8	8
Odpisy provozně nutného majetku	18 158	18 525	22 678	26 273	30 913
Odpisy neprovozního majetku	393	393	393	393	83
VH z prodeje DHM a materiálu	-3 389	0	0	0	0

VH z ostatní provozní činnosti	8 143	0	0	0	0
Změna stavu rezerv	-5 647	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	497	2 834	2 976	3 265	3 503
Nákladové úroky	497	2 834	2 976	3 265	3 503
Výnosové úroky	517	500	500	500	500
Ostatní finanční výnosy	26 449	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	34 826	0	0	0	0
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	-7 860	500	500	500	500
Celkový výsledek hospodaření	87 056	98 719	108 131	117 534	123 891
Daň z příjmů za běžnou činnost	16 155	18 757	20 545	22 331	23 539
Výsledek hospodaření za běžné účetní období	70 901	79 962	87 586	95 203	100 351

Z předešlých analýz je již stanovená prognóza tržeb, následující položky byly stanoveny procentuálním podílem z tržeb (viz analýza generátorů hodnoty):

- plán výkonové spotřeby,
- plán osobních nákladů,
- daně a poplatky.

Výše odpisů byla převzata z plánu investic do dlouhodobého majetku. Záměry podniku o prodeji majetku či materiálu nebyly známy, proto tyto položky nebyly plánovány. Taktéž nebyly dostupné informace o tvorbě či rozpouštění nákladových rezerv a opravných položek a i ty nebyly při tvorbě plánu zohledňovány.

Nákladové úroky byly stanoveny s ohledem na výši čerpaných bankovních úvěrů (viz dále). Dle vnitropodnikových informací bylo kalkulováno s úrokovou mírou 7,5% p.a.

Výnosové úroky byly odhadem stanoveny, dle dosavadního vývoje, na úroveň 500 tisíc Kč ročně. Zdroje a nositele ostatních finančních nákladů a výnosů nebyly objasněny, proto se s nimi v následujících letech nepočítá.

Tabulka 45: Plán balance- aktiva. (Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	840 799	969 122	1 070 285	1 193 300	1 316 520
Dlouhodobý majetek	492 052	501 251	504 658	508 065	511 782
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 074	2 318	3 118	3 918	4 718
Dlouhodobý hmotný majetek (provozně nutný)	81 683	90 031	93 031	96 031	99 031
Dlouhodobý hmotný majetek (provozně nenuitný)	1 262	869	476	83	0
Dlouhodobý fin.majetek (provozně nenuitný)	408 033	408 033	408 033	408 033	408 033
Oběžná aktiva	344 794	465 258	562 621	681 836	801 256
Zásoby	124 373	154 406	164 288	180 259	193 390
Dlouhodobé pohledávky (provozně nenuitné)	1 193	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	67 552	78 246	82 144	90 129	96 695
Krátkodobý finanční majetek (provozně nutný)	36 689	46 948	49 286	54 078	58 017
Krátkodobý finanční majetek (provozně nenuitný)	114 987	185 659	266 902	357 371	453 154
Ostatní aktiva	3 953	2 613	3 006	3 399	3 482
Ostatní aktiva	3 953	2 613	3 006	3 399	3 482

Z prognózy generátorů jsou plánované tyto položky:

- zůstatková cena dlouhodobého majetku,
- výše zásob,
- výše pohledávek z obchodních vztahů a
- časové rozlišení.

Dlouhodobý finanční majetek byl ponechán ve výši posledního skutečného roku, neboť nejsou známy záměry podniku s touto investicí.

Finanční majetek je výsledkem plánu výkazu o peněžních tocích. Provozně nutná výše peněz byla ponechána na úrovni 20% z krátkodobých neúročených dluhů.

Tabulka 46: Plán bilance- pasiva. (Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	840 799	969 122	1 070 285	1 193 300	1 316 520
Vlastní kapitál	604 906	684 868	772 454	867 657	968 008
Základní kapitál	113 349	113 349	113 349	113 349	113 349
Kapitálové fondy	611 459	611 459	611 459	611 459	611 459
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	16 024	16 024	16 024	16 024	16 024
Výsledek hospodářství minulých let	-206 827	-135 926	-55 964	31 622	126 825
Nerozdělený zisk minulých let	415 299	486 200	566 162	653 748	748 951
Neuhrazená ztráta minulých let	-622 126	-622 126	-622 126	-622 126	-622 126
Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-)	70 901	79 962	87 586	95 203	100 351
Cizí zdroje	235 893	284 254	297 830	325 643	348 512
Rezervy	11 723	11 723	11 723	11 723	11 723
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	183 444	234 738	246 432	270 388	290 086
Bankovní úvěry a výpomoci	40 726	37 793	39 676	43 532	46 704
Krátkodobé finanční výpomoci	40 726	37 793	39 676	43 532	46 704
Ostatní pasiva	0	0	0	0	0

Kapitálové fondy ze zisku byly, dle dosavadního vývoje, ponechány ve stejné výši jako v roce 2011. Ve stejné výši byl plánován i stav rezerv.

Výše krátkodobých závazků byla převzata z prognózy položek pracovního kapitálu. Podnik běžně využívá revolvingového úvěru, který je úročen sazbou 7,5% p.a. Analýzou trendu byla zjištěna souvislost mezi zůstatkovou výší čerpaného úvěru a výší obchodních závazků. Výše krátkodobého úvěru byla plánována na úrovni 16% z krátkodobých neúročených závazků. Podnik neplánuje v následujících letech zapojení jiného dluhového kapitálu, poněvadž má dostatek volných prostředků pro obnovu a rozvoj.

Z předešlých plánovaných výkazů byl sestaven přehled o plánovaných peněžních tocích nepřímou metodou. Kompletní přehled cash flow je dostupný v příloze č. 5.

Tabulka 47: Plán peněžních toků. (Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2012	2013	2014	2015
stav peněžních prostředků na začátku období	151 676	232 607	316 189	411 448
KPVH	101 053	110 606	120 299	126 893
CF z provozní činnosti celkem	113 351	110 183	123 715	133 697
CF z investiční činnosti celkem	-27 596	-26 478	-30 073	-34 713
CF z provozního majetku celkem	85 755	83 705	93 642	98 984
Nákladové úroky	-2 834	-2 976	-3 265	-3 503
CF z neprovozního majetku celkem	944	970	1 025	1 071
CF z finanční činnosti celkem	-2 933	1 883	3 857	3 171
Peněžní tok celkem	80 931	83 582	95 259	99 723
stav peněžních prostředků na konci období	232 607	316 189	411 448	511 171

Plánované účetní výkazy varianty B jsou dostupné v příloze č. 6. K zásadním změnám došlo hlavně ve výsledku hospodaření běžného účetního období, a to v důsledku absence nákladových úroků. Výpočet peněžního toku, z provozní činnosti, nebyl absencí dluhového kapitálu nijak dotčen, protože do jeho výpočtu nákladové úroky nevstupují. Zajímavé je, že v nezadlužené variantě jsou celkové peněžní toky nižší, než ve variantě A. Rozdíl je způsobený především peněžním tokem z čerpaných úvěrů a v pozitivním efektu úrokového daňového štítu při platbě daně z příjmů.

4.1 Finanční analýza plánu

Finanční analýza plánu byla omezena pouze na analýzu poměrových ukazatelů varianty A, která je dostupná v příloze č. 7.

Z analýzy dosavadního vývoje vyplynulo, že podnik nemá vážné problémy s likviditou, disponuje dostatkem prostředků pro krytí svých závazků. Položky oběžného majetku jsou plánovány tak, že vývoj likvidity pokračuje v dosavadním trendu. Pokud byla prognóza správná, podnik nebude mít v budoucnu problémy s disponibilními zdroji. Likvidita podniku tedy zůstává i nadále silnou stránkou podniku.

Finanční plán počítá se zapojením dluhového kapitálu. Nebyly však dostupné přesné plány financování podniku, proto bylo plánováno pouze čerpání revolvingového úvěru tak, jak tomu bylo v posledních dvou letech 2010 a 2011. Cizí zdroje se v plánovaném období pohybují kolem úrovně 30% z celkového kapitálu. Z věřitelského hlediska je podnik finančně zdravý a neměl by mít vážné problémy při získávání dodatečného dluhového kapitálu.

Hodnoty rentability vykazují vývoj shodný s dosavadním trendem. Výnosnost tržeb se pohybuje okolo 9%, což je, ve srovnání s oborovým průměrem, příznivá a dostatečná výše. S ohledem na nízké zadlužení by podnik mohl zvyšovat rentabilitu vlastního vloženého kapitálu zapojením dluhového kapitálu. Rentabilita celkových investic osciluje kolem hodnoty 10%, pokud tedy bude tržní úroková míra, z dlouhodobých podnikatelských úvěrů, nižší než výnosnost investic, podnik by zvyšoval rentabilitu vlastního kapitálu, využitím úvěrů úročených sazbou pod 10%, vlivem pozitivního efektu finanční páky.

Volný peněžní tok, klíčová veličina pro výnosové ocenění, je v plánovaném období kladný a v čase roste průměrným tempem 4%. Na základě této skutečnosti a na analýzách předešlého vývoje je možné, při ocenění, pracovat s předpokladem „going concern“, tedy že podnik se nepotýká s existenčními problémy a má dostatečný potenciál a dostatek prostředků na to, aby mohl ve své činnosti pokračovat do nekonečna.

5 Návrh ocenění

Pro ocenění byly vybrány výnosové metody, a to konkrétně dvoufázová metody diskontovaných peněžních toků ve variantě entity, tedy pracující s peněžními toky pro vlastníky i věřitele, a metody ekonomické přidané hodnoty EVA.

Díky závěrům strategické a finanční analýzy je možné pracovat s předpokladem neomezeného trvání podniku, který je nutný pro aplikaci uvedených výnosových metod.

5.1 Výpočet diskontní míry

Pro účel metody ocenění na základě diskontovaných peněžních toků se jako diskontní míra používá výše průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), který se skládá z nákladů jak na vlastní tak i na cizí kapitál. (MAŘÍKOVÁ, 2008)

5.1.1 Náklady na cizí kapitál

Finanční plán počítá s čerpáním krátkodobých úvěrů. Dle vnitropodnikových informací se jedná o podnikatelský revolvingový úvěr, který je úročený sazbou 7,5% p.a. Tato sazba bude také použita jako efektivní úroková míra, kterou bude nutné upravit o úrokový daňový štít.

5.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Tyto náklady představují oportunitní náklady investorů. Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál byla vybrána metoda oceňování kapitálových aktiv- CAPM, která se opírá o teorii kapitálového trhu. V českém prostředí je funkčnost kapitálového trhu omezena a má poměrně krátkou historii, proto je vhodné použít data ze světového, nejlépe však z amerického kapitálového trhu. (MAŘÍKOVÁ, 2008, s. 121)

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM je třeba zjistit následující veličiny:

1) Bezriziková výnosnost

Jako bezrizikovou výnosovou míru je vhodné požit výnos, do doby splatnosti, 10- ti letých státních dluhopisů USA (T- bonds). K 31. 12. 2011 byla výnosnost státních dluhopisů 1,89%. (Ministerstvo financí USA, 2011)

2) Riziková prémie trhu

Tato prémie udává, o kolik bude vyšší výnos rizikem zatíženého tržního portfolia oproti výnosu z bezrizikových aktiv na americkém kapitálovém trhu. Riziková prémie činí 4,20% a byla převzata z údajů zveřejňovaných prof. Damodaranem na jeho internetových stránkách. Hodnota 4,20% byla stanovena geometrickým průměrem za období 1928- 2011.

Rizikovou premii je třeba upravit o riziko selhání země, ve které oceňovaný podnik působí. Dle prof. Mařika je nejlepším způsobem jak to zjistit vyjádřit spread mezi americkými dluhopisy s nejvyšším ratingem a dluhopisy podniků se stejným ratingem jako má ČR. (MAŘÍK, 2011, s. 221)

K 31. 12. 2011 udělila agentura Moodys České republice rating A1. Spread mezi státními dluhopisy s ratingem AAA a dluhopisy podniků s ratingem A1 byl 0,85.

Riziko selhání země je třeba ještě upravit o poměr volatility trhu akcií k volatilitě státních dluhopisů. V českých podmínkách je obtížné tento údaj kapitálového trhu zjistit. Prof. Mařík uvádí, že v těchto případech je možné použít orientační koeficient 1,5. (MAŘÍK, 2011, s. 221)

3) Beta koeficient

Hodnota koeficientu je byla převzata z internetových stránek prof. Damodarana. Výše koeficientu, oboru „electric utilities“ na evropském trhu, byla k 31. 12. 2011 0,64. Jedná se však o koeficient beta nezadluženého podniku, který bude použit při variantě B. Jelikož oceňovaná společnost čerpala bankovní úvěr, je třeba vypočíst beta koeficient zadluženého podniku.

(Damodaran, 2011)

Rovnice 13: Výpočet koeficientu beta zadluženého podniku. (Zdroj: vlastní zpracování)

$$\beta_{\text{zadlužená}} = 0,64 \cdot \left[1 + \frac{40\,726 \cdot (1 - 0,19)}{604\,906} \right] = \mathbf{0,67}$$

Tabulka 48: Výpočet WACC. (Zdroj: vlastní zpracování)

Výpočet WACC	
CAPM- model rizikového rozpětí země	
Rating České republiky (www.moodys.com)	A1
Riziko selhání země (www.damodaran.com)	0,85%
Výnosnost 10- ti letých dluhopisů USA (www.treasury.gov)	1,89%
Riziková prémie kapitálového trhu USA (www.damodaran.com)	4,20%
Odhad rozdílu v očekávané inflaci ČR a USA	0,50%
Riziková přírážka za velikost podniku	2,00%
Přírážka za nižší obchodovatelnost vlastnických podílů	2,50%
Riziková prémie země (1,5 x 0,85)	1,28%
Riziková prémie země upravená o diferenci v očekávané inflaci	1,78%
Koeficient beta- zadlužená	0,67
Náklady vlastního kapitálu celkem- varianta A	13,07%
Náklady vlastního kapitálu celkem- varianta B	13,04%
Náklady cizího kapitálu (7,5% x (1-19%))	6,08%
Cílová kapitálová struktura	
Podíl vlastního kapitálu- varianta A	98,13%
Podíl vlastního kapitálu- varianta B	100%
WACC- varianta A	12,94%
WACC- varianta B	13,04%

Pro variantu A, která je stěžejní pro výsledné ocenění, je uvažováno využívání dluhového kapitálu. Pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu, jako diskontní sazby, je nutné určit tzv. cílovou kapitálovou strukturu. Dle Ing. Maříkové je nejvhodnějším způsobem, určit cílovou kapitálovou strukturu iteračním postupem. Stanovení cílové kapitálové struktury iteračním postupem je k nahlédnutí v příloze č. 8. (MAŘÍKOVÁ, 2008, s. 33)

5.2 Metoda DCF entity

5.2.1 Volný peněžní tok do firmy (FCFF)

Peněžní tok z provozního majetku, tak jak byl vyčleněn v plánovaném přehledu peněžních toků (viz kap. 4) odpovídá peněžnímu toku pro účely ocenění metodou DCF entity. Volný peněžní tok však musí navíc obsahovat změnu provozně nutných peněz.

Tabulka 49: Výpočet FCFF pro metodu DCF entity- varianta A. (Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2012	2013	2014	2015
Peněžní tok z provozního majetku celkem	85 755	83 705	93 642	98 984
+/- změna provozně nutné výše peněz	10 259	2 339	4 791	3 940
FCFF- varianta A	96 014	86 043	98 433	102 923

Volný peněžní tok varianty B, tedy peněžní tok z provozu při nulovém zadlužení, je shodný s variantou A. Důvodem je, že provozně nutná výše peněz byla stanovena na úrovni 20% neúročených závazků. Rozdíl tedy bude pouze v použité diskontní sazbě.

5.2.2 Současná hodnota první fáze

Nyní jsou k dispozici veličiny potřebné pro výpočet současné hodnoty první fáze (2012 až 2015). Současná hodnota první fáze je vypočtena dosazením hodnot do rovnice č. 5.

Tabulka 50: Výpočet současné hodnoty prognózy- varianta A. (Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2012	2013	2014	2015
FCFF	96 014	86 043	98 433	102 923
Odúročitel pro diskontní sazbu	1,1294	1,27554	1,4406	1,62701
Odúročený volný peněžní tok	85 013	67 456	68 328	63 259
Současná hodnota první fáze	284 056			

Současná hodnoty zadlužené varianty činí 284 mil. Kč. Pokud bude uvažováno využití výhradně vlastního kapitálu, tak současná hodnota první fáze bude 283,6 mil. Kč. Důvodem jsou především vyšší průměrné vážené náklady kapitálu.

5.2.3 Současná hodnota druhé fáze

Pro druhou fázi je předpoklad stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pro výpočet pokračující hodnoty byl zvolen Gordonův vzorec (viz rovnice č. 7). Pokračující hodnota představuje současnou hodnotu rostoucí nekonečné časové řady volných peněžních toků. (MAŘÍK, 2011)

Tabulka 51: Nutné údaje pro výpočet pokračující hodnoty del Gordnova vzorce.
(Zdroj: vlastní zpracování)

Délka první fáze	4 roky
FCFF v posledním roce první fáze (Tis. Kč)	102 923
WACC- varianta A	12,94%
předpokládané tempo růstu	9,3%

$$PH = \frac{102\,923 \cdot 1,093}{0,1294 - 0,093} = 3\,090\,518 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnota diskontovaná k datu ocenění pak bude:

$$\text{současná hodnota PH} = \frac{3\,090\,518}{1,12944^4} = 1\,899\,503 \text{ tis. Kč}$$

Současná hodnota pokračující hodnoty, u varianty B, je 1 842 mil. Kč.

5.2.4 Výsledné výnosové ocenění podniku metodou DCF entity

Součtem současných hodnot první a druhé fáze dostaneme hodnotu podniku na úrovni vlastníků a věřitelů. Pro zjištění hodnoty pouze vlastního kapitálu je nutné odečíst hodnotu úročených dluhů ve výši k datu ocenění.

Tabulka 52: Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF entity- varianta A.
(Zdroj: vlastní zpracování)

Současná hodnota 1. fáze	284 056	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	1 899 503	tis. Kč
Provozní hodnota podniku brutto	2 183 559	tis. Kč
Dluhový kapitál k datu ocenění	40 726	tis. Kč
Provozní hodnota podniku netto	2 142 833	tis. Kč
Neprovozní aktiva k datu ocenění	525 475	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF	2 668 308	tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu společnosti XY, s.r.o. k 31. 12. 2011 činí 2 668,3 mil. Kč. Hodnota vlastního kapitálu při plánovaném nulovém zadlužení je 2 610,4 mil. Kč. Z toho plyne závěr, že zapojení cizího úročeného kapitálu zvyšuje hodnotu vlastního kapitálu.

5.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota vyjadřuje nadzisk oproti zisku z investic se stejným stupněm rizika. Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z operativní činnosti podniku, který je snížen o náklady kapitálu. (MARÍK, 2011)

Výpočet ukazatele EVA probíhá dle rovnice č. 11. NOPAT v zásadě odpovídá korigovanému výsledku hospodaření po daních, tak jak byl vypočten v předešlých částech této práce. Hodnota čistých operačních aktiv (NOA) odpovídá provozně nutnému investovanému kapitálu. (MARÍK, 2011)

Tabulka 53: Propočet NOA. (Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek provozně nutný	82 757	92 349	96 149	99 949	103 749
+ zásoby	124 373	154 406	164 288	180 259	193 390
+ pohledávky	67 552	78 246	82 144	90 129	96 695
+ provozně nutná výše peněz	36 689	46 948	49 286	54 078	58 017
+ ostatní aktiva	3 953	2 613	3 006	3 399	3 482
- krátkodobé závazky neúročené	183 444	234 738	246 432	270 388	290 086
- ostatní pasiva	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	49 123	47 474	52 292	57 477	61 499
NOA	131 880	139 823	148 441	157 426	165 248

Z principu se hodnota čistých operačních aktiv shoduje u obou uvažovaných variant. Dluhový kapitál do vyčíslení provozních aktiv nevstupuje. Nyní, lze přistoupit k samotnému výpočtu ekonomické přidané hodnoty. Postup je uvedený v následující tabulce.

Tabulka 54: Výpočet ukazatele EVA- varianta A. (Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH		101 053	110 606	120 299	126 893
Sazba daně z příjmů PO		19%	19%	19%	19%
NOPAT		81 853	89 591	97 442	102 783
NOA	131 880	139 823	148 441	157 426	165 248
WACC		12,94%	12,94%	12,94%	12,94%
EVA		64 788	71 498	78 234	82 412

Při variantě B byl opět zřetelný rozdíl mezi výší WACC. Hodnoty EVA byly u nezadlužené varianty nižší než u varianty s dluhovým kapitálem, a to průměrně o 2 desetiny procenta.

Při výpočtu ukazatele EVA se vychází z operačních aktiv roku minulého, protože hodnota aktiv ke konci minulého roku je shodná s účetní hodnotou aktiv v prvním dnu nového roku. Stejně jako tomu bylo u ocenění metodou DCF, tak i ocenění s použitím ukazatele EVA pracuje s fází prognózy a pokračující hodnoty. (MAŘÍK, 2011)

5.3.1 Současná hodnota první fáze

V první fázi jsou diskontované explicitně plánované EVA na současnou hodnotu. Jejich součtem dostaneme současnou hodnotu první fáze, fáze prognózy.

Tabulka 55: výpočet současné hodnoty první fáze ocenění s použitím EVA- varianta A.
(Zdroj: vlastní zpracování)

Tis. Kč	2012	2013	2014	2015
EVA	64 788	71 498	78 234	82 412
WACC	12,94%	12,94%	12,94%	12,94%
Odúročitel pro diskontní sazbu	1,1294	1,27554	1,4406	1,62701
Odúročená EVA	57 365	56 053	54 306	50 653
Současná hodnota první fáze	218 376			

5.3.2 Současná hodnota druhé fáze

Současná hodnota druhé fáze je počítána jako perpetuita dle Gordonova vzorce. Pro výpočet je nutné stanovit hodnotu EVA pro následující rok po posledním prognózovaném období. Tempo růstu bude uvažováno na úrovni 9,3%, stejně jako tomu bylo u metody DCF.

Tabulka 56: Prognóza EVA pro rok 2016- varianta A. (Zdroj: vlastní zpracování)

<i>Prognózované tempo růstu KPVH</i>		<i>9,30%</i>
Tis. Kč	2015	2016
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	126 893	138 694
Sazba daně z příjmů PO	19%	19%
NOPAT	102 783	112 342
NOA	165 248	N/A
WACC	12,94%	12,94%
EVA	82 412	90 959

Nyní jsou známy všechny parametry pro výpočet pokračující hodnoty podle Gordonova vzorce.

$$PH = \frac{90\,959}{0,1294 - 0,093} = 2\,498\,876 \text{ tis. Kč}$$

$$SH\,PH = \frac{2\,498\,876}{1,1294^4} = 1\,535\,867 \text{ ti. Kč}$$

Součtem současných hodnot první a druhé fáze dostáváme ukazatel MVA (tržní přidanou hodnotu), který má rozhodující úlohu při tomto ocenění. MVA vyjadřuje tedy provozní goodwill. (MAŘÍK, 2011)

5.3.3 Výsledné výnosové ocenění podniku metodou EVA

Výsledné ocenění na úrovni vlastníků získáme odečtením dluhů k datu ocenění. Je však nutné přičíst hodnotu provozních a neprovozních aktiv k datu ocenění, tedy k 31. 12. 2011. Celková hodnota vlastního kapitálu je vypočtena v následující tabulce.

Tabulka 57: Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA. (Zdroj: vlastní zpracování)

Současná hodnota I. fáze	218 376	tis. Kč
Současná hodnota II. fáze	1 535 867	tis. Kč
MVA	1 754 243	tis. Kč
Hodnota dluhového kapitálu k 31.12.2012	40 726	tis. Kč
Hodnota podniku netto	1 713 517	tis. Kč
Hodnota NOA k 31.12.2011	131 880	tis. Kč
Hodnota neprovozních aktiv k 31.12.2011	525 475	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA	2 370 872	tis. Kč

Celková hodnota podniku k 31. 12. 2011, zjištěná využitím výnosové metody EVA, činí zaokrouhleno 2 371 mil. Kč. Pokud by podnik využíval k financování pouze vlastní zdroje, hodnota podniku by byla o něco nižší, konkrétně 2 321 mil. Kč.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku XY s.r.o., která se zabývá průmyslovou výrobou, k datu 31.12.2011. Pro účel práce bylo využito účetních výkazů za období 2007 až 2011, interních dokumentů společnosti a konzultací s vedením a odbornými pracovníky podniku.

Před samotným oceněním bylo nutné vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku. Na základě strategické analýzy byl definován německý trh s průmyslovými aplikacemi jako relevantní trh a dle jeho prognózy a perspektivy byl stanoven plán tržeb na uvažované strategické období 2012 až 2015. Za významné příležitosti, plynoucí z tržního prostředí podniku, byl shledán velikost a růst relevantního trhu a prognóza růstu exportních trhů, především průmyslový trh v Indii, která se v poslední době stává světovým leaderem v průmyslovém výstupu, kde by mohla společnost realizovat prodeje svých výrobků a získat tak dodatečných výnosů.

Největší hrozbou je tvrdé konkurenční prostředí na vymezeném relevantním trhu. V odvětví působí řada nadnárodních společností, které nabízí nejen stejné výrobky, ale i další produkty, které zajišťují plnou automatizaci průmyslové výroby. Konkurenční výhoda podniku plyne z vysoké variability produktu. Díky kontinuálnímu vývoje společnost nabízí výrobky, které se dokonale přizpůsobí a uspokojí nejen standardní, ale i velmi specifické požadavky zákazníků. Podnik je existenčně závislý na úzké skupině strategických zákazníků, jejichž odchod by znamenal takový pokles tržeb, který by zapříčinil vážné existenční problémy podniku. Neustálé uspokojování a udržení takových odběratelů je významný faktor budoucího úspěchu firmy.

Finanční analýza poskytla velmi příznivé výsledky finančního zdraví podniku. Hodnoty zkoumaných ukazatelů vykazovaly, v uvažovaném období, pokles v dobách světové ekonomické recese. Pozitivní faktem však je, že podnik přečkal hospodářskou krizi bez vážných problémů a počínaje rokem 2010 opět začal zvyšovat zisky spolu s efektivním využíváním všech disponibilních prostředků. Hodnoty rentability se pohybovaly nad průměry oboru. Společnost také disponuje vysokou likviditou. To dokazuje i skutečnost, že převážná část peněžních prostředků byla vymezena jako část provozně nutná. Podnik tvoří dostatek volných prostředků a pro financování činnosti a případných

investic používá vlastního kapitálu, což podložily velmi nízké hodnoty zadluženosti, v posledních dvou letech však podnik využil, pro účely krátkodobé řízení likvidity, revolvingového úvěru. Vzhledem k nízké zadluženosti a velmi vysoké likviditě by podnik mohl zvýšit efektivitu podnikatelské činnosti zapojením dluhového kapitálu ve větší míře. Především pozitivním efektem finanční páky, která zvyšovala rentabilitu vlastních zdrojů až na úroveň, kdy by se rovnala úroková míra, z úplatného kapitálu, rentabilitě celkového investovaného kapitálu, která činila 11% v roce 2011.

Na základě strategické a finanční analýzy je možné konstatovat, že podnik má dostatečný potenciál pro předpoklad neomezeného trvání činnosti, který je nutný pro aplikaci výnosových metod ocenění podniku.

Využití metod oceňování na základě výnosů vyžaduje sestavení dlouhodobého finančního plánu. Plán byl sestaven na období 2012 až 2015 ve dvou variantách. Stěžejní varianta pro výnosové ocenění počítala se zapojením dluhového kapitálu, a to čerpání krátkodobého revolvingového úvěru, tak jak tomu bylo v posledních dvou letech analyzovaného období. Druhá varianta plánu pak byla sestavena pro předpoklad nulového zadlužení společnosti. Délka období byla stanovena s ohledem na strategické plánování oceňovaného podniku. Položky byly plánovány metodou procentního podílu z tržeb, absolutní výše složek pracovního kapitálu byla pak vypočtena metodou doby obratu.

Pro účel ocenění byly vybrány výnosové metody DCF na úrovni vlastníků a věřitelů (entity) a metoda ekonomické přidané hodnoty. Diskontní sazba byla stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. Náklady na vlastní kapitál byl stanoven metodou oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny ve výši úrokové sazby z použitých úplatných zdrojů, 7,5%. Výsledná hodnota průměrných vážených nákladů pak byla 12,94% pro zadluženou variantu plánu. Varianta, bez zapojení cizích úročených dluhů, počítala pouze s náklady na vlastní kapitál, které činili 13,04%.

Hodnota čisté současné hodnoty diskontovaných volných peněžních toků byla 284 mil. Kč. Čistá současná hodnota pokračující hodnoty byla 1 899,5 mil. Kč. Po odečtení dluhů, ve výši k datu ocenění byla stanovena hodnota podniku netto ve výši 2 142 mil.

Kč. Jelikož byla z majetku vyčleněna aktiva neprovozní povahy, je třeba tyto aktiva přičíst. Výsledná hodnota podniku, zahrnující i neprovozní majetek, byla, metodou DCF entity, stanovena ve výši 2 668,3 mil Kč k datu 31.12.2011.

Ocenění metodou EVA také předpokládá dvoufázový postup. Čistá současná hodnota, explicitně plánované ekonomické přidané hodnoty, byla ve výši 218 mil. Kč. Současná hodnota perpetuity pak byla ve výši 1 535,8 mil. Kč. Odpočtem dluhů a přičtením neprovozního majetku, k datu ocenění, byla výnosová hodnota podniku stanovena ve výši 2 370,8 mil. Kč.

Teorie uvádí, že ocenění metodou DCF a EVA by mělo dávat totožnou výslednou hodnotu podniku. V praxi tomu vždy tak nebývá a tato práce není opakem. Důvodem může být, že metoda DCF pracuje s explicitně plánovanými peněžními toky do firmy. Metoda s ekonomickou přidanou hodnotou pracuje s hodnotou čistých operačních aktiv a se ziskem, který byl těmito aktivy generován. Pro stanovení výsledné hodnoty podniku bude brán v úvahu pouze výsledek ocenění metodou DCF entity, protože peněžní toky nejlépe vystihují užitek z držení statku, tedy podniku, pro jeho vlastníky.

Ocenění podniku, které vycházelo z nezadluženého plánu, poskytovalo nižší hodnoty. Hlavním důvodem je, že zapojení úročeného kapitálu snížilo průměrné vážené náklady kapitálu vlivem působení úrokového daňového štítu. Vyšší diskontní sazba pak snižuje současnou hodnotu peněžních toků či tržní přidané hodnoty a tím i celkovou hodnotu podniku.

Hodnota vlastního kapitálu společnosti vypočtená metodou diskontovaných peněžních toků, 2 668 mil. Kč, se v porovnání s účetní hodnotou vlastních zdrojů k 31.12.2011 zdá být příliš vysoká. Při výpočtu výnosové hodnoty bylo uvažováno tempo růstu na úrovni 9,3%, což je průměrné tempo růstu tržeb v prognózovaném období. Pro reálnější ocenění tedy bude vhodnější použít tempo růstu výstupu německého průmyslu, který byl vymezen jako relativní trh pro podnik. Uvažované tempo růstu je 2,77%, k tomu je vhodné přičíst prognózu průměrné míry inflace na plánované období, což činí 2,4%. Přepočet výsledné hodnoty podniku, po změně parametru je uveden v následující tabulce.

Tabulka 58: Výsledné ocenění vlastního kapitálu metodou DCF entity. (Zdroj: vlastní zpracování)

<i>průměrné tempo růstu</i>		<i>5,17%</i>
Současná hodnota 1. fáze	284 056	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	856 233	tis. Kč
Provozní hodnota podniku brutto	1 140 289	tis. Kč
Dluhový kapitál k datu ocenění	40 726	tis. Kč
Provozní hodnota podniku netto	1 099 563	tis. Kč
Neprovozní aktiva k datu ocenění	525 475	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF	1 625 038	tis. Kč

Tato hodnota vlastního kapitálu se již zdá být věrohodná. Závěrem tohoto ocenění tedy je, že hodnota vlastního kapitálu podniku XY, s.r.o., je 1 625 mil. Kč k datu 31.12.2011.

Seznam použité literatury

Knihy

- 1) COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, a.s. 1991. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- 2) GRÜNWALD, Rolf, HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, s.r.o. 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- 3) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck. 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- 4) KNÁPKOVÁ, Adriana, PAVELKOVÁ, Drahomíra. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- 5) KONEČNÝ, Miloš. *Podniková ekonomika*. 6. vyd. 2007. 184 s. ISBN 978-80-214-3465-3.
- 6) KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, a.s. 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- 7) NÝVLTOVÁ, Romana, MARINIČ, Pavel. *Finanční řízení podniku: Moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3158-2.
- 8) MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o. 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- 9) MAŘÍKOVÁ, Pavla, MAŘÍK, Miloš. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, s.r.o. 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- 10) RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010. 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1.
- 11) SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press. 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
- 12) SEDLAČKOVÁ, Helena, BUCHTA, Karel. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 8071793671.

Elektronické zdroje

- 1) *Český statistický úřad*. [online]. 2012 [cit. 2012-23-10]. Inflace. Dostupné z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>.
- 2) *Damodaran Online*. [online]. 2013 [cit. 2013-05-17]. Home Page for Aswath Damodaran. dostupné z WWW: <[http:// pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)>.
- 3) *Euromonitor International*. [online]. 2012 [cit. 2012-18-10]. Statistic data about world market. Dostupné z WWW: <<http://www.portal.euromonitor.com/Portal/Pages/Magazine/WelcomePage.aspx>>.
- 4) *Finance.cz*. [online]. 2013 [cit. 2013-05-17]. Rating ČR- Moody's. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.cz/makrodata-eu/eu-svet/rating/hodnoceni/>>.
- 5) *Ministerstvo financí České republiky*. [online]. 2012 [cit. 2012-10-21]. Makroekonomická predikce ČR. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html>.
- 6) *Mind Tools*. [online]. 1996-2013 [cit. 2013-05-03]. The McKinsey 7S Framework. Dostupné z WWW: <http://www.mindtools.com/pages/article/newSTR_91.htm>.
- 7) *Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky*. [online]. 2012 [cit. 2012-11-04]. Finanční analýza podnikové sféry 2011. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>>.
- 8) *U.S. Department of the treasury*. [online]. 2013 [cit. 2013-05-17]. Daily Treasury Yield Curve Rates. Dostupné z WWW: <<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2011>>.

Zákony a výhlášky

- 1) Zákon č. 513/ 1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění.
- 2) Zákon č. 563/ 1991 Sb., o účetnictví.

Firemní materiály

- 1) Výroční zprávy společnosti z let 2007 až 2011 včetně povinných účetních výkazů ověřených auditorem.

Standardy

- 1) International Valuation Standards 2005.
- 2) International Valuation Standards 2007.

Seznam grafů, rovnic, schémat a tabulek

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj ceny ropy.	53
Graf 2: Procentuální podíly ročních tržeb dle jednotlivých států.	60
Graf 3: Logaritmická regrese závislosti tržeb na celkovém výstupu DE průmyslu.	65
Graf 4: Peněžní toky podniku.	80
Graf 5: Vyjádření čistého pracovního kapitálu.	81

Seznam rovnic

Rovnice 1: Vztah pro výpočet provozní ziskové marže.	29
Rovnice 2: Vztah pro výpočet koeficientu náročnosti tržeb na prac. kap.	31
Rovnice 3: Koeficientu náročnosti růstu tržeb na investice netto.	31
Rovnice 4: Výpočet výnosové hodnoty podniku na základě generátorů hodnot.	32
Rovnice 5: Výpočet hodnoty podniku.	38
Rovnice 6: Výpočet hodnoty podniku dle dvoufázové metody.	39
Rovnice 7: Gordonův vzorec.	39
Rovnice 8: Výpočet WACC.	40
Rovnice 9: Model CAPM pro výpočet nákladů na vlastní kapitál	41
Rovnice 10: Přepočet koeficientu beta dle konkrétního zadlužení podniku.	41
Rovnice 11: Obecná vztah pro výpočet EVA.	42
Rovnice 12: Dvoufázová metoda pro výpočet výnosové hodnoty podniku s pomocí EVA.	44
Rovnice 13: Výpočet koeficientu beta zadluženého podniku.	95

Seznam schémat

Schéma 1: Vztah tržní a objektivované hodnoty.	16
Schéma 2: Analýza vývoje potenciálu podniku.	19
Schéma 3: Rozbor poměrových ukazatelů.	22
Schéma 4: Generátory hodnoty.	28
Schéma 5: Postup sestavování finančního plánu.	34

Schéma 6: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF.	38
Schéma 7: Dvoufázová metoda.	39
Schéma 8: Vztah mezi NOA, MVA a EVA.	44
Schéma 9: Organizační struktura společnosti k 31. 12. 2011.	46

Seznam tabulek

Tabulka 1: Ukazatele rentability	23
Tabulka 2: Ukazatele řízení aktiv.	24
Tabulka 3: Ukazatele likvidity.....	25
Tabulka 4: Ukazatele zadluženosti.	25
Tabulka 5: Výpočet volného peněžního toku do firmy	36
Tabulka 6: Výpočet investic pro potřeby FCFF.	37
Tabulka 7: Postup výpočtu metody EVA.	43
Tabulka 8: Postup výpočtu metody EVA-2.....	43
Tabulka 9: Předmět činnosti podniku.	46
Tabulka 10: Realizace výrobků společnosti.	47
Tabulka 11: Vývoj a prognóza HDP reálně.....	49
Tabulka 12: Stav a vývoj deflátoru HDP a inflace.	50
Tabulka 13: Obchodní bilance.....	51
Tabulka 14: Nominální směnné kurzy české koruny vůči euru a americkému dolaru...	52
Tabulka 15: Vývoj a predikce ceny ropy.....	53
Tabulka 16: Tržní podíly nejvýznamnějších konkurentů v odvětví.	54
Tabulka 17: Tržby společnosti, dle prodejní oblasti, za období 2007 až 2011.....	58
Tabulka 18: Tržby plynoucí z EU za období 2007 až 2011.	60
Tabulka 19: Produkce elektromotorů, generátorů a transformátorů dle vybraných států EU.	62
Tabulka 20: Produkce elektromotorů vybraných evropských ekonomik.	63
Tabulka 21: Tržby společnosti XY ve srovnání s celkovým průmyslovým výstupem Německa.	64
Tabulka 22: Prognóza tržeb společnosti XY, s.r.o.	65
Tabulka 23: Analýza struktury majetku.....	67
Tabulka 24: Analýza trendů majetku.....	69
Tabulka 25: Analýza struktury zdrojů financování.	70

Tabulka 26: Analýza trendů pasiv.	72
Tabulka 27: Struktura výkazu zisků a ztrát.	73
Tabulka 28: Analýza vývoje výnosů v tis. Kč	74
Tabulka 29: Analýza vývoje nákladů v tis. Kč.	75
Tabulka 30: Analýza ziskovosti.....	76
Tabulka 31: Analýza likvidity.	77
Tabulka 32: Analýza dlouhodobé finanční rovnováhy	78
Tabulka 33: Analýza aktivity.....	79
Tabulka 34: Analýza vývoje peněžních toků.....	80
Tabulka 35: Vyjádření čistého pracovního kapitálu.	81
Tabulka 36: SWOT analýza.....	82
Tabulka 37: Výpočet provozní ziskové marže	83
Tabulka 38: Analýza a prognóza položek ČPK.....	84
Tabulka 39: Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice do DM netto.	85
Tabulka 40: Plánované investice podniku	85
Tabulka 41: Analýza rentability investovaného provozního kapitálu	86
Tabulka 42: Generátory hodnot	87
Tabulka 43: Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty.	87
Tabulka 44: Plán výsledovky.....	88
Tabulka 45: Plán balance- aktiva.	90
Tabulka 46: Plán balance- pasiva	91
Tabulka 47: Plán peněžních toků.....	92
Tabulka 48: Výpočet WACC.....	96
Tabulka 49: Výpočet FCFF pro metodu DCF entity- varianta A.	97
Tabulka 50: Výpočet současné hodnoty prognózy- varianta A.....	97
Tabulka 51: Nutné údaje pro výpočet pokračující hodnoty del Gordnova vzorce.	98
Tabulka 52: Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF entity- varianta A.	98
Tabulka 53: Propočet NOA.	99
Tabulka 54: Výpočet ukazatele EVA- varianta A.	99
Tabulka 55: výpočet současné hodnoty první fáze ocenění s použitím EVA- varianta A.	100
Tabulka 56: Prognóza EVA pro rok 2016- varianta A.	100

Tabulka 57: Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA.....	101
Tabulka 58: Výsledné ocenění vlastního kapitálu metodou DCF entity.	105

Seznam příloh

Příloha 1: Finanční výkazy společnosti za období 2007 až 2011.	114
Příloha 2: Horizontální a vertikální analýza aktiv.	121
Příloha 3: Horizontální a vertikální analýza pasiv.	123
Příloha 4: Vymezení provozně nutného majetku, analýza a prognóza generátorů hodnoty.	124
Příloha 5: Plánovaný výkaz peněžních toků- varianta A.	129
Příloha 6: Plánované účetní výkazy- varianta B.	130
Příloha 7: Finanční analýza plánu- varianta A.	133
Příloha 8: Propočet cílové kapitálové struktury iteračním postupem.	134

Příloha 1: Finanční výkazy společnosti za období 2007 až 2011.

AKTIVA	řád	Účetní období				
a	b	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA CELKEM	001	555 322	579 557	567 622	684 615	840 799
Pohledávky za upsaný základní kapitál	002					
Dlouhodobý majetek	003	73 907	64 707	54 420	475 361	492 052
Dlouhodobý nehmotný majetek	004	1 365	754	264	161	1 074
Zřizovací výdaje	005					
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006					
Software	007	1 337	754	264	161	1 074
Ocenitelná práva	008					
Goodwill	009					
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010	28				
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011					
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012					
Dlouhodobý hmotný majetek	013	72 542	63 953	53 956	79 310	82 945
Pozemky	014					
Stavby	015				1 655	1 262
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	70 697	59 318	47 204	51 190	62 955
Pěstitelské celky trvalých porostů	017					
Dospělá zvířata a jejich skupiny	018					
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	477	3 278	3 466	8 718	8 065
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	1 129	1 103	1 484	6 606	10 360
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	239	254	1 802	11 141	303
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022					
Dlouhodobý finanční majetek	023	0	0	200	395 890	408 033
Podíly - ovládaná osoba	024			200	200	200
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025					
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026				395 690	407 833
Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	027					
Jiný dlouhodobý finanční majetek	028					
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029					
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030					

Oběžná aktiva	031	479 971	514 374	511 959	208 184	344 794
Zásoby	032	97 343	62 132	53 955	94 945	124 373
Materiál	033	78 002	52 472	41 035	83 387	118 934
Nedokončená výroba a polotovary	034	13 518	5 342	6 469	6 751	3 228
Výrobky	035	5 823	4 318	6 451	4 807	2 211
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	036					
Zboží	037					
Poskytnuté zálohy na zásoby	038					
Dlouhodobé pohledávky	039	261 332	1 314	1 171	1 961	1 193
Pohledávky z obchodních vztahů	040					
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	041	260 000				
Pohledávky - podstatný vliv	042					
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043					
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044					
Dohadné účty aktivní	045					
Jiné pohledávky	046					
Odložená daňová pohledávka	047	1 332	1 314	1 171	1 961	1 193
Krátkodobé pohledávky	048	80 213	382 098	51 139	77 081	67 552
Pohledávky z obchodních vztahů	049	64 106	55 255	38 951	62 913	54 450
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	050		311 812			
Pohledávky - podstatný vliv	051					
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052					
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053	6				
Stát - daňové pohledávky	054	11 319	7 241	4 917	7 966	9 628
Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	1 468	1 403	964	1 413	987
Dohadné účty aktivní	056	2 988	6 124	6 279	4 810	2 487
Jiné pohledávky	057	326	263	28	-21	
Krátkodobý finanční majetek	058	41 083	68 830	405 694	34 197	151 676
Peníze	059	314	328	242	195	116
Účty v bankách	060	40 769	68 502	42 630	34 002	151 560
Krátkodobý cenné papíry a podíly	061			362 822		
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062					
Ostatní aktiva	063	1 444	476	1 243	1 070	3 953
Časové rozlišení	064	1 444	476	1 243	1 070	3 953
Náklady příštích období	065	1 444	476	1 243	1 070	3 953
Příjmy příštích období	067					

PASIVA	řád	Účetní období				
a	b	2007	2008	2009	2010	2011
PASIVA CELKEM	067	555 322	579 557	567 622	684 615	840 799
Vlastní kapitál	068	-9 079	38 644	449 722	521 862	604 906
Základní kapitál	069	113 349	113 349	113 349	113 349	113 349
Základní kapitál	070	113 349	113 349	113 349	113 349	113 349
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	071					
Změny základního kapitálu	072					
Kapitálové fondy	073	250 312	250 321	615 563	599 316	611 459
Emisní ážio	074					
Ostatní kapitálové fondy	075	250 312	250 312	615 563	615 563	615 563
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076				-16 247	-4 104
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	077					
Rozdíly z přeměn společností	078					
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	079	5 556	5 556	5 556	16 024	16 024
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	080	3 035	3 035	3 035	11 335	11 335
Statutární a ostatní fondy	081	2 521	2 521	2 521	4 689	4 689
Výsledek hospodářství minulých let	082	-479 218	-378 296	-330 573	-295 214	-206 827
Nerozdělený zisk minulých let	083	142 909	243 831	291 554	326 913	415 299
Neuhrazená ztráta minulých let	084	-622 127	-622 127	-622 127	-622 127	-622 126
Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-)	085	100 922	47 723	45 827	88 387	70 901
Cizí zdroje	086	564 401	540 913	117 900	162 753	235 893
Rezervy	087	6 016	10 624	5 928	13 204	11 723
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	088					
Rezerva na důchody a podobné závazky	089					
Rezerva na daň z příjmů	090					
Ostatní rezervy	091	6 016	10 624	5 928	13 204	11 723
Dlouhodobé závazky	092	403 718	404 048	0	0	0
Závazky z obchodních vztahů	093					
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	094	403 718	404 048			
Závazky - podstatný vliv	095					
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	096					
Dlouhodobé přijaté zálohy	097					
Vydané dluhopisy	098					
Dlouhodobé směnky k úhradě	099					
Dohadné účty pasívní	100					

Jiné závazky	101					
Odložený daňový závazek	102					
Krátkodobé závazky	103	154 667	124 908	111 972	120 729	183 444
Závazky z obchodních vztahů	104	120 436	77 681	51 268	91 841	160 436
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	105			38 893		
Závazky - podstatný vliv	106					
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	107					
Závazky k zaměstnancům	108	2 985	4 469	3 665	4 363	5 495
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	109	2 915	2 427	1 739	2 952	3 289
Stát - daňové závazky a dotace	110	8 414	19 935	9 499	8 415	1 959
Krátkodobé přijaté zálohy	111					
Vydané dluhopisy	112					
Dohadné účty pasivní	113	19 917	20 396	6 908	13 158	12 265
Jiné závazky	114					
Bankovní úvěry a výpomoci	115	0	1 333	0	28 820	40 726
Bankovní úvěry dlouhodobé	116					
Krátkodobé bankovní úvěry	117		1 333		28 820	40 726
Krátkodobé finanční výpomoci	118					
Časové rozlišení	119	0	0	0	0	0
Výdaje příštích období	120					
Výnosy příštích období	121					

TEXT	řád	Účetní období				
a	b	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej zboží	01					
Náklady vynaložené na prodané zboží	02					
Obchodní marže	03					
Výkony	04	960 645	767 527	462 385	652 228	809 892
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	973 152	776 966	459 125	653 591	813 385
Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	-12 507	-9 439	3 260	-1 363	-3 493
Aktivace	07					
Výkonová spotřeba	08	714 491	600 081	327 963	480 949	593 255
Spotřeba materiálu a energie	09	589 991	485 626	251 727	394 736	494 451
Služby	10	124 500	114 455	76 236	86 213	98 804
Přidaná hodnota	11	246 154	167 446	134 422	171 279	216 637
Osobní náklady	12	116 645	100 995	78 625	94 840	113 068

Mzdové náklady	13	85 242	74 279	60 266	70 636	84 782
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14					
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	29 411	25 466	17 794	23 556	27 455
Sociální náklady	16	1 992	1 250	565	648	831
Daně a poplatky	17	1 712	-760	2	6	6
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	32 533	21 898	17 966	17 755	18 551
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	19	120 279	29 486	5 857	7 418	8 356
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	52 748			84	55
Tržby z prodeje materiálu	21	67 531	29 486	5 857	7 334	8 301
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	22	136 642	23 189	6 340	6 295	11 745
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	72 185		276		
Prodaný materiál	24	64 457	23 189	6 064	6 295	11 745
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	-32 866	4 921	4 791	2 842	-5 647
Ostatní provozní výnosy	26	9 515	21 081	21 788	19 547	16 379
Ostatní provozní náklady	27	11 912	20 748	11 280	9 372	8 236
Převod provozních výnosů	28					
Převod provozních nákladů	29					
Provozní výsledek hospodaření	30	109 370	47 022	43 063	67 134	95 413
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31					
Prodané cenné papíry a podíly	32					
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	33	0	0	0	8 359	0
Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34					
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35				8 359	
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36					
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37					
Náklady z finančního majetku	38					
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39					

Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40					
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	41					
Výnosové úroky	42	2 238	13 086	6 349		517
Nákladové úroky	43	828	2 047	1 063	693	497
Ostatní finanční výnosy	44	37 548	22 080	17 835	56 495	26 449
Ostatní finanční náklady	45	42 942	15 285	6 263	22 935	34 826
Převod finančních výnosů	46					
Převod finančních nákladů	47					
Finanční výsledek hospodaření	48	-3 984	17 834	16 858	41 226	-8 357
Daň z příjmů za běžnou činnost	49	4 464	17 133	14 094	19 973	16 155
-splatná	50	5 796	17 115	13 951	20 763	15 387
-odložená	51	-1 332	18	143	-790	768
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	52	100 922	47 723	45 827	88 387	70 901
Mimořádné výnosy	53					
Mimořádné náklady	54					
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	55	0	0	0	0	0
-splatná	56					
-odložená	57					
Mimořádný výsledek hospodaření	58	0	0	0	0	0
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59					
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	60	100 922	47 723	45 827	88 387	70 901
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	61	105 386	64 856	59 921	108 360	87 056

Přehled o peněžních tocích	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Peněžní toky z provozní činnosti</i>					
Výsledek hospodaření za běžnou činnost bez zdanění	105 386	64 856	59 921	108 360	87 056
Úpravy o nepeněžní operace	18 046	15 489	17 892	21 696	16 563
Odpisy stálých aktiv a pohledávek	33 970	21 898	17 966	17 815	18 551
Změna stavu opravných položek	-27 963	314	9 487	-4 434	-4 166
Změna stavu rezerv	-4 904	4 608	-4 696	7 276	-1 481
Kurzové rozdíly	-1 084	-292	145	430	3 734
Zisk/ ztráta z prodeje stálých aktiv	19 437		276	-84	-55
Úrokové náklady a výnosy	-1 410	-11 039	-5 286	693	-20
Ostatní nepeněžní operace					

Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu, placenými úroky a mimořádnými položkami	123 432	80 345	77 813	130 056	103 619
Změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	46 783	2 154	-24 987	-12 258	46 337
Změna stavu zásob	31 825	34 494	-3 091	-36 340	-25 443
Změna stavu obchodních pohledávek	5 332	11 105	18 190	-23 356	8 324
Změna stavu ostatních pohledávek a přechodných účtů aktiv	5 774	-177	2 076	-1 807	-1 595
Změna stavu obchodních závazků	13 903	-43 199	-27 009	39 321	65 181
Změna stavu ostatních závazků, krátkodobých úvěrů a přechodných účtů pasiv	-10 051	-69	-15 153	9 924	-130
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, placenými úroky a mimořádnými položkami	170 215	82 499	52 826	117 798	149 956
Placené úroky	-828	-2 047	-1 063	-693	-497
Placené daně		-4 050	-24 215	-23 610	-21 359
Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými položkami					
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	169 387	76 402	27 548	93 495	128 100
Peněžní toky z investiční činnosti					
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-12 858	-13 483	-7 512	-455 003	-23 099
Příjmy z prodeje stálých aktiv	52 748			84	55
Poskytnuté půjčky a úvěry	-240 286	-51 812	-51 010	362 822	
Přijaté úroky	17	15 307	6 349		517
Přijaté dividendy					
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-200 379	-49 988	-52 173	-92 097	-22 527
Peněžní toky z finanční činnosti					
Změna stavu dlouhodobých závazků a dlouhodobých úvěrů		1 333	-1 333	-10 073	11 906
Dopady změn základního kapitálu na peněžní prostředky					
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku					
Dopad ostatních změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky					
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	0	1 333	-1 333	-10 073	11 906
Čisté zvýšení, resp. Snížení peněžních prostředků	-30 992	27 747	-25 958	-8 675	117 479
Stav peněžních prostředků na začátku úč. období	72 075	41 083	68 830	42 872	34 197
Stav peněžních prostředků na konci úč. období	41 083	68 830	42 872	34 197	151 676

Příloha 2: Horizontální a vertikální analýza aktiv.

<i>Vertikální analýza aktiv</i>					
Struktura aktiv	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	13,31%	11,16%	9,59%	69,43%	58,52%
Dlouhodobý nehmotný majetek	1,85%	1,17%	0,49%	0,03%	0,22%
Dlouhodobý hmotný majetek	98,15%	98,83%	99,15%	16,68%	16,86%
Stavby	0,00%	0,00%	0,00%	2,09%	1,52%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	97,46%	92,75%	87,49%	64,54%	75,90%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,66%	5,13%	6,42%	10,99%	9,72%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1,56%	1,72%	2,75%	8,33%	12,49%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,33%	0,40%	3,34%	14,05%	0,37%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,37%	83,28%	82,92%
Oběžná aktiva	86,43%	88,75%	90,19%	30,41%	41,01%
Zásoby	20,28%	12,08%	10,54%	45,61%	36,07%
Materiál	80,13%	84,45%	76,05%	87,83%	95,63%
Nedokončená výroba a polotovary	13,89%	8,60%	11,99%	7,11%	2,60%
Výrobky	5,98%	6,95%	11,96%	5,06%	1,78%
Dlouhodobé pohledávky	54,45%	0,26%	0,23%	0,94%	0,35%
Krátkodobé pohledávky	16,71%	74,28%	9,99%	37,03%	19,59%
Krátkodobý finanční majetek	8,56%	13,38%	79,24%	16,43%	43,99%
Časové rozlišení	0,26%	0,08%	0,22%	0,16%	0,47%

<i>Horizontální analýza aktiv</i>								
Struktura aktiv	07/08		08/09		09/10		10/11	
	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.
Aktiva celkem	24 235	4,36%	-11 935	-2,06%	116 993	20,61%	156 184	22,81%
Dlouhodobý majetek	-9 200	-12,45%	-10 287	-15,90%	420 941	773,50%	16 691	3,51%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-611	-0,83%	-490	-0,76%	-103	-0,19%	913	567,08%
Dlouhodobý hmotný majetek	-8 589	-11,84%	-9 997	-15,63%	25 354	46,99%	3 635	4,38%
Stavby							-393	-0,50%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-11 379	-16,10%	-12 114	-20,42%	3 986	8,44%	11 765	22,98%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	2 801	587,21%	188	5,74%	5 252	151,53%	-653	-7,49%

Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-26	-2,30%	381	34,54%	5 122	345,15%	3 754	56,83%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	15	6,28%	1 548	609,45%	9 339	518,26%	-10 838	-97,28%
Dlouhodobý finanční majetek					395 690	197845,00%	12 143	3,07%
Oběžná aktiva	34 403	7,17%	-2 415	-0,47%	-303 775	-59,34%	136 610	65,62%
Zásoby	-35 211	-36,17%	-8 177	-13,16%	40 990	75,97%	29 428	30,99%
Materiál	-25 530	-32,73%	-11 437	-21,80%	42 352	103,21%	35 547	42,63%
Nedokončená výroba a polotovary	-8 176	-60,48%	1 127	21,10%	282	4,36%	-3 523	-52,18%
Výrobky	-1 505	-25,85%	2 133	49,40%	-1 644	-25,48%	-2 596	-54,00%
Dlouhodobé pohledávky	-260 018	-99,50%	-143	-10,88%	790	67,46%	-768	-39,16%
Krátkodobé pohledávky	301 885	590,32%	-330 959	-86,62%	25 942	50,73%	-9 529	-12,36%
Krátkodobý finanční majetek	27 747	67,54%	336 864	489,41%	-371 497	-91,57%	117 479	343,54%
Časové rozlišení	-968	-67,04%	767	161,13%	-173	-13,92%	2 883	269,44%

Příloha 3: Horizontální a vertikální analýza pasiv.

<i>Vertikální analýza pasiv</i>					
Struktura pasiv	2007	2008	2009	2010	2011
Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	-1,6%	6,7%	79,2%	76,2%	71,9%
Cizí zdroje	101,6%	93,3%	20,8%	23,8%	28,1%
Rezervy	1,1%	2,0%	5,0%	8,1%	5,0%
Dlouhodobé závazky	71,5%	74,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé závazky	28,6%	23,1%	68,8%	51,2%	77,8%
Závazky z obchodních vztahů	77,9%	62,2%	45,8%	76,1%	87,5%
Bankovní úvěry a výpomoci	0,0%	0,2%	0,0%	17,7%	17,3%
Časové rozlišení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

<i>Horizontální analýza pasiv</i>								
Struktura pasiv	07/08		08/09		09/10		10/11	
	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.	abs.z.	% z.
Pasiva celkem	24 235	4,4%	-11 935	-2,1%	116 993	17,1%	156 184	22,8%
Vlastní kapitál	47 723	525,6%	411 078	1063,8%	72 140	13,8%	83 044	15,9%
Cizí zdroje	-23 488	-4,2%	-423 013	-78,2%	44 853	38,0%	73 140	44,9%
Rezervy	4 608	76,6%	-4 696	-44,2%	7 276	122,7%	-1 481	-11,2%
Dlouhodobé závazky	0	0,0%	330	0,1%	0	0,0%	0	0,0%
Krátkodobé závazky	-29 759	-19,2%	-12 936	-10,4%	8 757	7,8%	62 715	51,9%
Závazky z obchodních vztahů	-42 755	-35,5%	-26 413	-34,0%	40 573	79,1%	68 595	74,7%
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	11 906	41,3%
Časové rozlišení	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

Příloha 4: Vymezení provozně nutného majetku, analýza a prognóza generátorů hodnoty.

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA CELKEM	555 322	579 557	567 622	684 615	840 799
Provozně nutná aktiva	291 546	540 973	188 550	285 109	334 678
Provozně nenutná aktiva	263 776	38 584	379 072	399 506	506 122
Dlouhodobý majetek	73 907	64 707	54 420	475 361	492 052
Dlouhodobý nehmotný majetek (provozně nutný)	1 337	754	264	161	1 074
Dlouhodobý nehmotný majetek (provozně nenutný)	28				
Dlouhodobý hmotný majetek (provozně nutný)	72 542	63 953	53 956	77 655	81 683
Dlouhodobý hmotný majetek (provozně nenutný)				1 655	1 262
Dlouhodobý finanční majetek (provozně nenutný)	0	0	200	395 890	408 033
Oběžná aktiva	479 971	514 374	511 959	208 184	344 794
Zásoby	97 343	62 132	53 955	94 945	124 373
Dlouhodobé pohledávky (provozně nenutné)	261 332	1 314	1 171	1 961	1 193
Krátkodobé pohledávky (provozně nutné)	80 213	70 286	51 139	77 081	67 552
Krátkodobé pohledávky (provozně nenutné)	0	311 812	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek (provozně nutný)	30 933	24 982	22 394	24 146	36 689
Krátkodobý finanční majetek (provozně nenutný)	10 150	43 848	383 300	10 051	114 987
Ostatní aktiva	1 444	476	1 243	1 070	3 953

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
+ Dlouhodobý nehmotný majetek (provozně nutný)	1 337	754	264	161	1 074
+ Dlouhodobý hmotný majetek (provozně nutný)	72 542	63 953	53 956	77 655	81 683
Dlouhodobý majetek provozně nutný	73 879	64 707	54 220	77 816	82 757
+ zásoby	97 343	62 132	53 955	94 945	124 373
+ pohledávky	80 213	70 286	51 139	77 081	67 552
+ provozně nutná výše peněz	30 933	24 982	22 394	24 146	36 689
+ ostatní aktiva	1 444	476	1 243	1 070	3 953
- krátkodobé závazky	154 667	124 908	111 972	120 729	183 444
- ostatní pasiva	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	55 266	32 968	16 759	76 513	49 123

Investovaný kapitál provozně nutný	129 145	97 675	70 979	154 329	131 880
---	----------------	---------------	---------------	----------------	----------------

Položka (tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	973 152	776 966	459 125	653 591	813 385
Výkonová spotřeba	714 491	600 081	327 963	480 949	593 255
Osobní náklady	116 645	100 995	78 625	94 840	113 068
Daně a poplatky	1 712	-760	2	6	6
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy	140 304	76 650	52 535	77 796	107 056
Odpisy DM provozně nutného	32 483	21 898	17 966	17 746	18 158
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dopisech	107 821	54 752	34 569	60 050	88 898

Provozní zisková marže- shora					
Položka	skutečnost				
	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby (tis. Kč)	973 152	776 966	459 125	653 591	813 385
Korigovaný VH před odpisy (tis. Kč)	140 304	76 650	52 535	77 796	107 056
Provozní zisková marže	14,42%	9,87%	11,44%	11,90%	13,16%
plán					
Položka	2012	2013	2014	2015	
Tržby (tis. Kč)	938 953	985 728	1 081 552	1 160 342	
Korigovaný VH před odpisy (tis. Kč)	124 587	136 678	149 965	160 889	
Provozní zisková marže	13,27%	13,87%	13,87%	13,87%	

Provozní zisková marže- zdola									
Položka	skutečnost					plán			
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	973 152	776 966	459 125	653 591	813 385	938 953	985 728	1 081 552	1 160 342

Podíl přidané hodnoty na tržbách	25,29%	21,55%	29,28%	26,21%	26,63%	27,35%	27,95%	27,95%	27,95%
Podíl osobních nákladů na tržbách	11,99%	13,00%	17,12%	14,51%	13,90%	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%
- Mzdové náklady	8,76%	9,56%	13,13%	10,81%	10,42%	10,54%	10,54%	10,54%	10,54%
- náklady na soc. zabezpečení	3,02%	3,28%	3,88%	3,60%	3,38%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%
- sociální náklady	0,20%	0,16%	0,12%	0,10%	0,10%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
Daně a poplatky	0,1759%	-0,0978%	0,0004%	0,0009%	0,0007%	0,0007%	0,0007%	0,0007%	0,0007%
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	714 491	600 081	327 963	480 949	593 255	682 163	710 261	779 307	836 079
- Podíl na tržbách	73,42%	77,23%	71,43%	73,59%	72,94%	72,65%	72,05%	72,05%	72,05%
Roční tempo růstu		-16,01%	-45,35%	46,65%	23,35%	14,99%	4,12%	9,72%	7,28%
průměrné tempo růstu	-4,54%					8,96%			
průměrná míra inflace	2,70%					2,40%			
Osobní náklady (tis. Kč)	116 645	100 995	78 625	94 840	113 068	132 196	138 782	152 273	163 366
Roční tempo růstu		-13,42%	-22,15%	20,62%	19,22%	16,92%	4,98%	9,72%	7,28%
průměrné tempo růstu	-0,77%					9,73%			
Korigovaný VH před odpisy (tis. Kč)	140 304	76 650	52 535	77 796	107 056	124 587	136 678	149 965	160 889
<i>Provozní zisková marže</i>	<i>14,42%</i>	<i>9,87%</i>	<i>11,44%</i>	<i>11,90%</i>	<i>13,16%</i>	<i>13,27%</i>	<i>13,87%</i>	<i>13,87%</i>	<i>13,87%</i>

Pracovní kapitál (WC)									
Tržby (tis. Kč)	973 152	776 966	459 125	653 591	813 385	938 953	985 728	1 081 552	1 160 342
	skutečnost					plán			
Doba obratu z tržeb ve dnech	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	36,0	28,8	42,3	52,3	55,0	59,2	60,0	60,0	60,0
Pohledávky	29,7	32,6	40,1	42,5	29,9	30,0	30,0	30,0	30,0
ostatní aktiva	0,5	0,2	1,0	0,6	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Krátkodobé závazky	57,2	57,9	87,8	66,5	81,2	90,0	90,0	90,0	90,0
ostatní pasiva	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Plánovaná provozně nutná pohotová likvidita (provozně nutná výše peněz/ kr.zá.neúročené)						20%	20%	20%	20%
Tis. Kč									
provozně nutná výše peněz	30 933	24 982	22 394	24 146	36 689	46 948	49 286	54 078	58 017
Zásoby	97 343	62 132	53 955	94 945	124 373	154 406	164 288	180 259	193 390
Pohledávky	80 213	70 286	51 139	77 081	67 552	78 246	82 144	90 129	96 695
ostatní aktiva	1 444	476	1 243	1 070	3 953	2 613	3 006	3 399	3 482
Krátkodobé závazky neúročené	154 667	124 908	111 972	120 729	183 444	234 738	246 432	270 388	290 086
ostatní pasiva	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	55 266	32 968	16 759	76 513	49 123	47 474	52 292	57 477	61 499
k_{wc}	3,85%					3,57%			

Investice do dlouhodobého majetku						
	2011	2012	2013	2014	2015	Celkem (tis. Kč)
Dlouhodobý nehmotný majetek provozně nutný (tis. Kč)						
Původní						
-odpisy	186	553	521			
-zůstatková hodnota	1 074	521	0			
Nový						
-investice netto		723	800	800	800	3 123
-investice brutto		1 276	1 746	1 807	2 410	
-pořizovací hodnota k 31.12.		1 276	3 022	4 830	7 240	

-odpisy (1/3 z poř. h. k 1.1.)	0	425	1 007	1 610	
Celkem					
-odpisy	186	553	946	1 007	1 610
-zůstatková hodnota	1074	2 318	3 118	3 918	4 718
Dlouhodobý hmotný majetek provozně nutný (tis. Kč)					
Původní					
-odpisy	17 972	17 972	17 972	17 972	17 972
-zůstatková hodnota	81 683	63 711	45 739	27 767	9 795
Nový					
-investice netto	8 348	3 000	3 000	3 000	17 348
-investice brutto	26 320	24 732	28 265	32 303	
-pořizovací hodnota k 31.12.	26 320	51 052	79 317	111 620	
-odpisy (1/7 z poř. h. k 1.1.)	0	3 760	7 293	11 331	
Celkem					
-odpisy	17 972	17 972	21 732	25 265	29 303
-zůstatková hodnota	81 683	90 031	93 031	96 031	99 031

skutečnost					
Tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011
KPVH před odpisy	140 304	76 650	52 535	77 796	107 056
odpisy	32483	21898	17966	17746	18158
KPVH po odpisech	107 821	54 752	34 569	60 050	88 898
sazba daně z příjmů PO	24%	21%	20%	19%	19%
KPVH po odpisech a dani	81 943	43 254	27 655	48 640	72 007
<i>zisková marže</i>	<i>8,42%</i>	<i>5,57%</i>	<i>6,02%</i>	<i>7,44%</i>	<i>8,85%</i>
<i>Tempo růstu KPVH</i>	<i>-3,18%</i>				
plán					
Tis. Kč	2012	2013	2014	2015	
KPVH před odpisy	124 587	136 678	149 965	160 889	
odpisy	18 525	22 678	26 273	30 913	
KPVH po odpisech	106 062	114 000	123 692	129 976	
sazba daně z příjmů PO	19%	19%	19%	19%	
KPVH po odpisech a dani	85 910	92 339	100 190	105 280	
<i>zisková marže</i>	<i>9,15%</i>	<i>9,37%</i>	<i>9,26%</i>	<i>9,07%</i>	
<i>Tempo růstu KPVH</i>	<i>10,72%</i>				

Příloha 5: Plánovaný výkaz peněžních toků- varianta A

Tis. Kč	2012	2013	2014	2015
stav peněžních prostředků na začátku období	151 676	232 607	316 189	411 448
Peněžní tok z provozu				
KPVH	101 053	110 606	120 299	126 893
Daň připadající na KPVH	19 200	21 015	22 857	24 110
KPVH po daních	81 853	89 591	97 442	102 784
Úprava o nepeněžní operace				
Odpisy DM provozního	18 525	22 678	26 273	30 913
Změna zůstatků rezerv	2 405	0	0	0
Úpravy provozních OA				
Změna stavu pohledávek	-10 694	-3 898	-7 985	-6 566
Změna stavu kr. závazků	51 294	11 694	23 956	19 698
Změna stavu zásob	-30 033	-9 882	-15 971	-13 132
CF z provozní činnosti celkem	113 351	110 183	123 715	133 697
Peněžní tok z investiční činnosti				
Investice brutto do DM provozního	-27 596	-26 478	-30 073	-34 713
CF z investiční činnosti celkem	-27 596	-26 478	-30 073	-34 713
CF z provozního majetku celkem	85 755	83 705	93 642	98 984
Nákladové úroky	-2 834	-2 976	-3 265	-3 503
Peněžní tok z neprovozního majetku				
Výnosové úroky	500	500	500	500
Diference v platbě dani oproti dani z KPVH	444	470	525	571
Mimořádný VH před daní	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	0	0	0	0
CF z neprovozního majetku celkem	944	970	1 025	1 071
Peněžní tok z finanční činnosti				
Změna stavu dlouhodob. závazků	0	0	0	0
změna kr. bankovních úvěrů	-2 933	1 883	3 857	3 171
CF z finanční činnosti celkem	-2 933	1 883	3 857	3 171
Peněžní tok celkem	80 931	83 582	95 259	99 723
stav peněžních prostředků na konci období	232 607	316 189	411 448	511 171

Příloha 6: Plánované účetní výkazy- varianta B

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony	809 892	936 742	982 728	1 078 552	1 157 342
Tržby za vlastní výrobky	813 385	938 953	985 728	1 081 552	1 160 342
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 493	-2 211	-3 000	-3 000	-3 000
Výkonová spotřeba	593 255	682 163	710 261	779 307	836 079
<i>Přidaná hodnota</i>	<i>216 637</i>	<i>254 579</i>	<i>272 466</i>	<i>299 245</i>	<i>321 263</i>
Osobní náklady	113 068	132 196	138 782	152 273	163 366
Daně a poplatky	6	7	7	8	8
Odpisy provozně nutného majetku	18 158	18 525	22 678	26 273	30 913
Odpisy neprovozního majetku	393	393	393	393	83
VH z prodeje DHM a materiálu	-3 389	0	0	0	0
VH z ostatní provozní činnosti	8 143	0	0	0	0
Změna stavu rezerv	-5 647	2 405	0	0	0
<i>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</i>	<i>95 413</i>	<i>101 053</i>	<i>110 606</i>	<i>120 299</i>	<i>126 893</i>
Nákladové úroky	497	0	0	0	0
Výnosové úroky	517	500	500	500	500
Ostatní finanční výnosy	26 449	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	34 826	0	0	0	0
<i>Výsledek hospodaření z neprovozního majetku</i>	<i>-7 860</i>	<i>500</i>	<i>500</i>	<i>500</i>	<i>500</i>
<i>Celkový výsledek hospodaření</i>	<i>87 056</i>	<i>101 553</i>	<i>111 106</i>	<i>120 799</i>	<i>127 393</i>
Daň z příjmů za běžnou činnost	16 155	19 295	21 110	22 952	24 205
<i>Výsledek hospodaření za běžné účetní období</i>	<i>70 901</i>	<i>82 258</i>	<i>89 996</i>	<i>97 847</i>	<i>103 189</i>

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	840 799	933 625	1 035 315	1 157 118	1 280 005
Dlouhodobý majetek	492 052	501 251	504 658	508 065	511 782
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 074	2 318	3 118	3 918	4 718
Dlouhodobý hmotný majetek (provozně nutný)	81 683	90 031	93 031	96 031	99 031
Dlouhodobý hmotný majetek (provozně nenuitný)	1 262	869	476	83	0
Dlouhodobý fin.majetek (provozně nenuitný)	408 033	408 033	408 033	408 033	408 033
Oběžná aktiva	344 794	429 761	527 651	645 654	764 741
Zásoby	124 373	154 406	164 288	180 259	193 390
Dlouhodobé pohledávky (provozně nenuitné)	1 193	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	67 552	78 246	82 144	90 129	96 695
Krátkodobý finanční majetek (provozně nutný)	36 689	46 948	49 286	54 078	58 017
Krátkodobý finanční majetek (provozně nenuitný)	114 987	150 162	231 933	321 189	416 638
Ostatní aktiva	3 953	2 613	3 006	3 399	3 482

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	840 799	933 625	1 035 315	1 157 118	1 280 005
Vlastní kapitál	604 906	687 164	777 160	875 007	978 196
Základní kapitál	113 349	113 349	113 349	113 349	113 349
Kapitálové fondy	611 459	611 459	611 459	611 459	611 459
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	16 024	16 024	16 024	16 024	16 024
Výsledek hospodáření minulých let	-206 827	-135 926	-53 668	36 328	134 175
Nerozdělený zisk minulých let	415 299	486 200	568 458	658 454	756 301
Neuhrazená ztráta minulých let	-622 126	-622 126	-622 126	-622 126	-622 126
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	70 901	82 258	89 996	97 847	103 189
Cizí zdroje	235 893	246 461	258 155	282 111	301 809
Rezervy	11 723	11 723	11 723	11 723	11 723
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	183 444	234 738	246 432	270 388	290 086
Bankovní úvěry a výpomoci	40 726	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	40 726	0	0	0	0
Ostatní pasiva	0	0	0	0	0

Tis. Kč	2012	2013	2014	2015
stav peněžních prostředků na začátku období	151 676	197 110	281 219	375 266
Peněžní tok z provozu				
KPVH	101 053	110 606	120 299	126 893
Daň připadající na KPVH	19 200	21 015	22 857	24 110
KPVH po daních	81 853	89 591	97 442	102 784
Úprava o nepeněžní operace				
Odpisy DM provozního	18 525	22 678	26 273	30 913
Změna zůstatků rezerv	2 405	0	0	0
Úpravy provozních OA				
Změna stavu pohledávek	-10 694	-3 898	-7 985	-6 566
Změna stavu kr. závazků	51 294	11 694	23 956	19 698
Změna stavu zásob	-30 033	-9 882	-15 971	-13 132
CF z provozní činnosti celkem	113 351	110 183	123 715	133 697
Peněžní tok z investiční činnosti				
Investice brutto do DM provozního	-27 596	-26 478	-30 073	-34 713
CF z investiční činnosti celkem	-27 596	-26 478	-30 073	-34 713
CF z provozního majetku celkem	85 755	83 705	93 642	98 984
Nákladové úroky	0	0	0	0
Peněžní tok z neprovozního majetku				
Výnosové úroky	500	500	500	500
Diference v platbě dani oproti dani z KPVH	-95	-95	-95	-95
Mimořádný VH před daní	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	0	0	0	0
CF z neprovozního majetku celkem	405	405	405	405
Peněžní tok z finanční činnosti				
Změna stavu dlouhodob. závazků	0	0	0	0
změna kr. bankovních úvěrů	-40 726	0	0	0
CF z finanční činnosti celkem	-40 726	0	0	0
Peněžní tok celkem	45 434	84 110	94 047	99 389
stav peněžních prostředků na konci období	197 110	281 219	375 266	474 655

Příloha 7: Finanční analýza plánu- varianta A

Analýza likvidity						
položka	vztah pro výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Likvidita 3. stupně	OA/kr.závazky a úvěry	1,5	1,7	2,0	2,2	2,4
Likvidita 2. stupně	kr.pohl. a kr.fin.majetek/kr.závazky a úvěry	1,0	1,1	1,4	1,6	1,8
Likvidita 1. stupně	kr.fin.majetek/kr.závazky a úvěry	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5

Analýza zadluženosti						
položka	vztah pro výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	Cizí kap./Aktiva	28,06%	29,33%	27,83%	27,29%	26,47%
Kvóta VK	VK/Aktiva	71,94%	70,67%	72,17%	72,71%	73,53%
Koeficient zadluženosti	Cizí kap./VK	39,00%	41,50%	38,56%	37,53%	36,00%
Dlouhodob.krytí aktiv	VK+rezervy/Aktiva	73,34%	71,88%	73,27%	73,69%	74,42%
Úrokové krytí	KPVH/nákl.úroky	192	36	38	37	37

Analýza rentability						
položka	vztah pro výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	KPVH/Aktiva	11,35%	10,43%	10,33%	10,08%	9,64%
ROA s vlivem zdaň.úroků	EAT+zdaněné úroky/Aktiva	8,48%	8,49%	8,41%	8,20%	7,84%
ROE	EAT/VK	11,72%	11,68%	11,34%	10,97%	10,37%
ROS	EAT/tržby	8,72%	8,52%	8,89%	8,80%	8,65%
ROCE	EAT+zdaněné úroky/Dlouhodobé zdroje	11,79%	12,01%	11,65%	11,28%	10,66%

Analýza efektivity řízení aktiv						
položka	vztah pro výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat celkových aktiv	Tržby/Aktiva	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
Obrat stálých aktiv	Tržby/DM	1,7	1,9	2,0	2,1	2,3
Doba obratu zásob (ve dnech)	zásoby/denní tržby	55	59	60	60	60
Doba obratu pohledávek z obch. styku (ve dnech)	obchodní pohl./denní tržby	30	30	30	30	30
Doba obratu závazků z obch. styku (ve dnech)	obchodní záv./denní tržby	81	90	90	90	90

Příloha 8: Propočet cílové kapitálové struktury iteračním postupem.

[illegible]