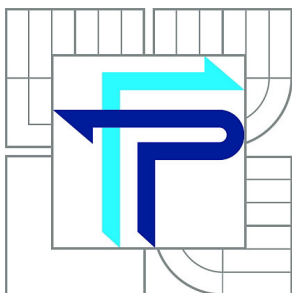


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ  
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT  
INSTITUTE OF ECONOMICS

# STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU METODOU

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE  
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE  
AUTHOR

Bc. PETRA SKRYJOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE  
SUPERVISOR

Ing. MICHAL KARAS, Ph.D.

BRNO 2016

# **ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**

**Skryjová Petra, 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:

**Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou**

v anglickém jazyce:

**Valuation of the Firm by Using Income Capitalization Approach**

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce a metody zpracování

Teoretická východiska ohodnocení podniku

Představení ohodnocovaného podniku

Strategická analýza podniku

Finanční analýza podniku

Prognóza generátorů hodnoty

Finanční plán

Náklady kapitálu

Výsledné ocenění

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2011. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2010. 325 s. ISBN 97880-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 3. 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: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Michal Karas, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2015/2016.

L.S.

---

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

---

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

V Brně, dne 30.11.2015

## **Abstrakt**

Tato diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty podniku KASKO - Formy spol. s r.o. za použití výnosových metod ocenění k datu 31. 12. 2014. Teoretická část se zabývá vysvětlením základních pojmů oceňování a popisuje metody používané při stanovení hodnoty podniku. V praktické části práce je provedena strategická a finanční analýza, návrh finančního plánu. V závěru práce jsou sestaveny průměrné náklady kapitálu a samotné ocenění společnosti metodou diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty.

## **Abstract**

This diploma thesis is focused on valuation of the firm KASKO - Formy spol. s r.o. by using income-based valuation method to the date 31. 12. 2014. The theoretical part deals with the explanation of basic concepts the valuation and describe methods used for determining the value of the company. In the practical part of this thesis is the strategic and financial analysis, proposal of the financial plan. In conclusion of the thesis are contained weighted average cost of capital and the valuation of the company according to the method discounted cash flow and economic value added.

## **Klíčová slova**

Stanovení hodnoty podniku, tržní hodnota společnosti, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, průměrné vážené náklady kapitálu, diskontované peněžní toky, ekonomická přidaná hodnota.

## **Key words**

Valuation of the firm, Market value of company, Strategic analysis, Financial analysis, Value drivers, Financial plan, Weighted average cost of capital, Discounted cash flow, Economic value added.

Bibliografická citace práce

SKRYJOVÁ, P. *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2016. 143 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D..

### **Čestné prohlášení**

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

V Brně dne 17. prosince 2015

---

podpis studenta

## Poděkování

Ráda bych tímto poděkovala vedoucímu diplomové práce Ing. Michalu Kara-sovi, Ph.D. za jeho ochotu, odborné rady a doporučení, které mi věnoval a čas strávený při vedení mé diplomové práce. Velké díky patří také mojí rodině a přátelům, kteří mě podporovali během celé doby studia.

# Obsah

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| Úvod                                                        | 11 |
| Cíl práce a metody zpracování                               | 12 |
| 1 Teoretická východiska práce                               | 14 |
| 1.1 Podnik jako předmět ocenění .....                       | 14 |
| 1.1.1 Definice podniku .....                                | 14 |
| 1.1.2 Důvody pro ocenění podniku .....                      | 15 |
| 1.1.3 Kategorie hodnoty podniku .....                       | 16 |
| 1.1.4 Postup při oceňování podniku .....                    | 18 |
| 1.1.5 Přehled metod pro stanovení hodnoty podniku .....     | 19 |
| 1.2 Strategická analýza .....                               | 20 |
| 1.2.1 Relevantní trh a jeho prognóza .....                  | 21 |
| 1.2.2 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku .....    | 22 |
| 1.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku .....              | 24 |
| 1.3 Finanční analýza .....                                  | 24 |
| 1.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná ..... | 30 |
| 1.4.1 Provozně nutný investovaný kapitál .....              | 31 |
| 1.4.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření .....        | 32 |
| 1.5 Generátory hodnoty .....                                | 33 |
| 1.5.1 Tržby .....                                           | 35 |
| 1.5.2 Provozní zisková marže .....                          | 35 |
| 1.5.3 Pracovní kapitál .....                                | 36 |



|          |                                                   |           |
|----------|---------------------------------------------------|-----------|
| 1.5.4    | Investice do dlouhodobého majetku .....           | 36        |
| 1.5.5    | Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty ..... | 38        |
| 1.6      | Finanční plán .....                               | 38        |
| 1.7      | Výnosové metody ocenění podniku .....             | 41        |
| 1.7.1    | Metoda diskontovaného cash flow .....             | 41        |
| 1.7.2    | Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....      | 56        |
| 1.7.3    | Kombinované výnosové metody .....                 | 56        |
| 1.7.4    | Metoda ekonomické přidané hodnoty .....           | 58        |
| <b>2</b> | <b>Charakteristika společnosti KASKO - Formy</b>  | <b>61</b> |
| 2.1      | Organizační struktura společnosti .....           | 62        |
| 2.1.1    | Vize společnosti .....                            | 63        |
| 2.1.2    | Účel ocenění .....                                | 63        |
| <b>3</b> | <b>Strategická analýzy podniku</b>                | <b>65</b> |
| 3.1      | Analýza makroekonomického okolí .....             | 65        |
| 3.1.1    | Ekonomické prostředí .....                        | 65        |
| 3.1.2    | Politické a legislativní prostředí .....          | 67        |
| 3.1.3    | Technologické prostředí .....                     | 68        |
| 3.1.4    | Sociální prostředí .....                          | 68        |
| 3.2      | Analýza mikroekonomického okolí .....             | 69        |
| 3.2.1    | Analýza odvětví .....                             | 69        |
| 3.2.2    | Analýza relevantního trhu .....                   | 72        |
| 3.2.3    | Tržní podíl společnosti .....                     | 73        |

|          |                                                           |            |
|----------|-----------------------------------------------------------|------------|
| <b>4</b> | <b>Finanční analýza</b>                                   | <b>74</b>  |
| 4.1      | Analýza absolutních ukazatelů .....                       | 74         |
| 4.1.1    | Analýza rozvahy .....                                     | 75         |
| 4.1.2    | Analýza výkazu zisku a ztráty .....                       | 79         |
| 4.2      | Analýza poměrových ukazatelů.....                         | 81         |
| 4.2.1    | Ukazatele likvidity .....                                 | 81         |
| 4.2.2    | Ukazatele rentability .....                               | 82         |
| 4.2.3    | Ukazatele aktivity .....                                  | 83         |
| 4.2.4    | Ukazatele zadluženosti.....                               | 84         |
| 4.2.5    | Ukazatele produktivity práce.....                         | 84         |
| 4.2.6    | Souhrnné indexy hodnocení.....                            | 85         |
| 4.3      | Zhodnocení finanční analýzy.....                          | 88         |
| 4.4      | SWOT analýza.....                                         | 90         |
| <b>5</b> | <b>Analýza generátorů hodnoty</b>                         | <b>92</b>  |
| 5.1      | Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný ..... | 92         |
| 5.2      | Analýza a prognóza generátorů hodnoty .....               | 93         |
| 5.2.1    | Prognóza tržeb.....                                       | 94         |
| 5.2.2    | Prognóza ziskové marže .....                              | 102        |
| 5.2.3    | Čistý pracovní kapitál.....                               | 104        |
| 5.2.4    | Dlouhodobý majetek a investice .....                      | 105        |
| 5.3      | Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty .....         | 108        |
| <b>6</b> | <b>Finanční plán</b>                                      | <b>110</b> |

|           |                                                        |            |
|-----------|--------------------------------------------------------|------------|
| 6.1       | Plán výkazu zisku a ztráty .....                       | 110        |
| 6.2       | Plán rozvahy .....                                     | 112        |
| 6.3       | Plán Cash Flow .....                                   | 114        |
| <b>7</b>  | <b>Návrh ocenění podniku</b>                           | <b>117</b> |
| 7.1       | Diskontní míra .....                                   | 117        |
| 7.1.1     | Náklady na vlastní kapitál .....                       | 117        |
| 7.1.2     | Náklady na cizí kapitál .....                          | 120        |
| 7.1.3     | Průměrné vážené náklady kapitálu .....                 | 120        |
| 7.2       | Ocenění metodou DCF entity .....                       | 121        |
| 7.2.1     | Výpočet volného peněžního toku do firmy (FCFF) .....   | 121        |
| 7.2.2     | Dvoufázová metoda .....                                | 121        |
| 7.3       | Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA) ..... | 124        |
| <b>8</b>  | <b>Závěr</b>                                           | <b>127</b> |
| <b>9</b>  | <b>Literatura</b>                                      | <b>129</b> |
| <b>10</b> | <b>Seznam zkratek</b>                                  | <b>132</b> |
| <b>11</b> | <b>Seznam tabulek</b>                                  | <b>133</b> |
| <b>12</b> | <b>Seznam obrázků</b>                                  | <b>135</b> |
| <b>13</b> | <b>Seznam příloh</b>                                   | <b>135</b> |
| <b>14</b> | <b>Přílohy</b>                                         | <b>136</b> |

## Úvod

Stanovení hodnoty podniku se stává stále častější potřebou nejen vlastníků společnosti k určení tržní hodnoty společnosti, ale také je důležitá pro investora či vedoucí management firmy, pro něž je tato problematika podkladem pro další rozhodování. Existuje mnoho postupů ke stanovení hodnoty podniku, ale záleží na vhodně zvolené metodě a zdroji dat, kdy jsou přeměněna vstupní data na konečnou hodnotu podniku.

Při oceňování jsou kladeny velké nároky na samotné odhadce, kteří musejí být důkladně seznámeni s fungováním společnosti a musejí mít dokonalý přehled o ekonomických podmínkách a dění na daném trhu. Hodnota oceněného podniku je však ovlivněna subjektivním postojem oceňovatele a jeho zkušenostmi, ale také dostupností a pravdivostí vstupních informací a účelem ocenění.

V této práci se zaměříme na výnosové metody ocenění podniku. Důvodů pro stanovení hodnoty podniku je mnoho, mohou souviset s prodejem či nákupem podniku, jeho rozdělením, změnou právní formy, v souvislosti s poskytnutím úvěru, nebo vedení společnosti může chtít znát velikost hodnoty podniku pro další rozvoj společnosti.

Předmětem této diplomové práce bude stanovení výsledné hodnoty podniku KASKO - Formy spol. s r.o., k datu ocenění 31. 12. 2014 na základě veřejně dostupných dat.

## **Cíl práce a metody zpracování**

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku KASKO - Formy spol. s r.o. na základě výnosových metod. Tržní hodnota podniku bude stanovena k datu 31. 12. 2014 pro vnitřní potřeby vedení společnosti. Teoretický rozbor dané problematiky oceňování je nastíněn na základě dostupných domácích i zahraničních zdrojů. Jednotlivé dílčí cíle práce jsou stanovení a zhodnocení strategické a finanční analýzy, sestavení finančního plánu jako podkladu pro budoucí vývoj podniku a na základě těchto zjištění bude stanoveno ocenění podniku pomocí výnosových metod.

V práci jsou použity základní metody vědecké práce, a to metoda historická, využita pro strategickou a finanční analýzu, založená na zkoumání vývoje jevu a zhodnocení vývojové tendence, dále metoda analyticko-syntetická, využita pro generátory hodnoty, tato metoda rozkládá celek na dílčí objekty, zkoumá vzájemné vztahy a vazby, nakonec byla použita metoda logicko-syntetická pro výsledné ocenění podniku, která zkoumá výchozí situaci, znázorňuje základní prvky a ke zjištěným poznatkům připojuje nová fakta (Geršlová, 2009, s. 27).

Další použité metody zpracování:

- Metody strategické analýzy - tyto metody se používají k analýze trhu, na kterém společnost působí a jaké prvky ho ovlivňují, ale také k analýze vnitřního prostředí, které obklopuje daný podnik. Využita je PESTE analýza, Porterův model pěti konkurenčních sil.
- Metody finanční analýzy - cílem je zhodnocení finančního zdraví společnosti za roky 2010 - 2014 a odhad budoucího stavu společnosti. Využita je vertikální a horizontální analýza účetních výkazů, analýza poměrových a souhrnných ukazatelů a zhodnocení finanční analýzy.

- Metody finančního plánování - na základě předchozích analýz jsou zpracovány prognózy generátorů hodnoty za použití metody časových řad a regresní analýzy k prognóze relevantního trhu a tržeb podniku, dále je stanovena plánovaná rozvaha, plánovaný výkaz zisku a ztráty a plán peněžních toků pro období 2015 - 2018 pomocí metody procentního podílu na tržbách.
- Metody stanovení hodnoty podniku - byly využity výnosové metody oceňování, a to metoda diskontovaných peněžních toků DCF entity a metoda ekonomické přidané hodnoty EVA.

# 1 Teoretická východiska práce

Teoretická část diplomové práce se zabývá vysvětlením konceptu oceňování podniku. Před samotným postupem ocenění je třeba vymezit a vysvětlit teoretické základy a pojmy nezbytné k pochopení problematiky oceňování. Tyto pojmy jsou doplněny strategickou a finanční analýzou. Východiskem teoretické části práce je pochopení výnosových metod ocenění podniku, detailněji se zaměřuji na postup stanovení hodnoty podniku díky metodě diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnotě.

## 1.1 Podnik jako předmět ocenění

Před samotným oceněním podniku je nutné vysvětlit, čím se rozumí pojem podnik, jeho definice a důvody pro jeho ocenění.

### 1.1.1 Definice podniku

Definici podniku lze najít v legislativě, zde je však nutné zohlednit změnu zákonů, kde vešel v platnost nový zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, který nabyl účinnosti 1. 1. 2014, tento zákon je věnován obchodním společnostem a družstvům, kde jsou vymezené jednotlivé společnosti a jejich společná ustanovení. Dále pak došlo ke změně zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, který nahradil staré znění zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Dle nového znění zákona č. 89/2012 Sb., lze definici podniku vymezit dle § 502 následovně: *„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“* Definici souboru jmění nám upřesňuje § 501 téhož zákoníku, jako: *„Soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se za celek a tvoří hromadnou věc.“*

Podle starého znění zákona č. 513/1991 Sb., se v § 5 odst. 1 dočteme, že: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“ Ve druhém odstavci tohoto zákona je právě zmíněno, že podnik je věc hromadná a dle Maříka (2011, s. 16) se na podnik musí pohlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek.

V literatuře je podnik vymezen různými definicemi. „*Podle některých autorů lze podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Tato definice odpovídá reálné situaci a má významné důsledky pro vymezení hodnoty podniku*“ (Mařík, 2011, s. 15).

### **1.1.2 Důvody pro ocenění podniku**

Na ocenění se můžeme dívat z pohledu služby, kterou si objedná sám zákazník, aby mu přinesla nějaký užitek. Tento užitek většinou mívá různou povahu dle přání a potřeb zákazníka a také dle cílů, kterým má samotné ocenění sloužit. Smyslem uvedeného výčtu níže je shrnutí důvodů pro oceňování. Je však nezbytné si uvědomit, že různé podněty jsou i různým zadáním pro oceňovatele, a proto různá zadání mohou vyžadovat nespočet různých metod a povedou k odlišným výsledkům (Mařík, 1998, s. 11).

Můžeme rozlišovat, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, či nikoliv:

#### **a) Ocenění související s vlastnickými změnami**

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji či koupi podniku,
- nepřetržitý vklad do obchodní společnosti,
- ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti,



- ocenění v souvislosti s fúzí,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společností aj.

b) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám

- změna právní formy společnosti,
- ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru (při poskytování úvěru by bylo žádoucí vycházet nejen z účetního pohledu na majetek a závazky, ale zpracovat i reálné ocenění),
- ocenění v souvislosti se sanací podniku (z finančního hlediska je vhodné sanovat podnik tehdy, když je likvidační hodnota podniku nižší, než hodnota podniku po sanaci snížená o další nutné kapitálové vklady). (Mařík, 2011, s. 35 - 36)

### 1.1.3 Kategorie hodnoty podniku

Ekonomické pojetí hodnoty vyplývá ze dvou základních skutečností lidského života, a to, že lidské potřeby nemají hranice a navíc zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny. Hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho **užitnou hodnotu**. Tato užitná hodnota závisí na možnostech, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu, tudíž pro různé vlastníky existuje rozdílná užitná hodnota.
- Pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy **směnnou hodnotu**, která je-li vyjádřena v penězích, vede k tržní ceně.

Hodnota podniku též závisí na budoucím užítku, který můžeme z držení podniku očekávat. Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlast-

níků a věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (Mařík, 2011, s. 20).

Mařík ve své knize uvádí čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

1. Tržní hodnota – její definice: *„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*  
Tento pojem předpokládá, že cena je sjednána na volném a konkurenčním trhu.
2. Subjektivní hodnota – někdy také označována jako investiční hodnota, je dána subjektivními názory a představami dle investora.
3. Objektivizovaná hodnota – jelikož neexistuje objektivní hodnota podniku, zavedl se pojem objektivizovaná hodnota, která je dle německých oceňovacích standardů definována takto: *„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“*
4. Kolínská škola – vychází z předpokladu, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Rozeznáváme několik základních funkcí oceňování:
  - a) funkci poradenskou,
  - b) funkci rozhodčí,
  - c) funkci argumentační,
  - d) funkci komunikační,
  - e) funkci daňovou (Mařík, 2011, s. 22 - 32).

#### 1.1.4 Postup při oceňování podniku

Na počátku práce je jedním z klíčových problémů vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává, cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se pak následně pracuje (Kislingerová, 1999, s. 15).

Při ocenění podniku je možné postupovat podle následujícího postupu, a to sběr dat, kde je důležité mít vždy k dispozici přiměřená vstupní data, a to jak o podniku samotném, tedy základní a ekonomická data, tak i data popisující trh, ve kterém se podnik pohybuje, jeho konkurenci, dodavatele, odběratele a dostatečné informace co se týče pracovníků. Dalším krokem je analýza dat, která se skládá z několika důležitých kroků, samostatných analýz. Strategická analýza, kterou můžeme dělit na analýzu makro prostředí a mikro prostředí, finanční analýza, která většinou analyzuje účetní výkazy a poměrové ukazatele. Dále do analýzy dat spadá rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty a nemůžeme opomenout ani orientační ocenění na základě generátorů hodnoty. Po analýze dat následuje sestavení finančního plánu, které je nutné zpracovat v komplexní podobě, jestliže bude využito výnosových metod, a samotné ocenění, kde je nejprve nutné zvolit vhodné metody a ocenit dle těchto metod.

Doporučený postup při ocenění podniku je dle Maříka následující:

1. Je třeba zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, abychom posoudili jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Tuto analýzu považujeme za nutnou bez ohledu na to, jaké metody ocenění budou nakonec použity.
2. Teprve na základě předchozí analýzy bychom měli zvolit vhodné metody ocenění (Mařík, 2011, s. 36).

Pro kvalitní ocenění je nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale rovněž o prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. o makroekonomickém pro-

středí a o odvětvovém prostředí, do kterého podnik patří. Z těchto nashromážděných dat je potřeba provést analýzu makroekonomickou, mikroekonomickou a finanční analýzu podniku (Kislingerová, 1999, s. 15).

#### **1.1.5 Přehled metod pro stanovení hodnoty podniku**

Finanční ocenění podniku si klade za cíl vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky a potenciál podniku je pak oceněn peněžním ekvivalentem. Podle Maříka rozlišujeme tři druhy oceňovacích metod:

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)
  - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
  - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
  - Kombinované (korigované) výnosové metody,
  - Metoda ekonomické přidané hodnoty.
2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)
  - Ocenění na základě tržní kapitalizace,
  - Ocenění na základě srovnatelných podniků,
  - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu,
  - Ocenění na základě srovnatelných transakcí,
  - Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.
3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)
  - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
  - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
  - Substanční hodnota na principu úspory nákladů,
  - Likvidační hodnota,
  - Majetkové ocenění na principu tržních hodnot (Mařík, 2011, s. 37).

V praxi se lze setkat i s jinými přístupy k třídění, jak uvádí Kislingerová:

1. Metody založené na majetkovém principu

- Metoda účetní hodnoty,
- Metoda hodnoty substance (brutto, netto).

2. Metody založené na výnosovém principu

- Metoda kapitalizace zisku,
- Dividendový diskontní model,
- Metody diskontovaného volného peněžního toku (volný peněžní tok pro vlastníky a volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele),
- Metoda diskontovaného peněžního toku DCF,
- Metoda ekonomické přidané hodnoty.

3. Metody kombinované

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty,
- tzv. Švýcarská metoda,
- Model diferenciální renty (nadzisku, superzisku).

4. Metody pracující na tržním principu

- Tržní multiplikátory,
- Metody srovnatelných transakcí (Kislingerová, 2001, s. 23).

## 1.2 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy při oceňování podniku je stanovení **celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku**, který je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu podniku, kterým podnik disponuje. **Vnější potenciál** lze vymezit šancemi, které podnik má a které mu nabízí okolí, a také riziky či hrozbami, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. U **vnitřního potenciálu** zkoumáme schopnost podniku využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn silných a slabých stránek s důrazem na otázku, zda má

podnik nějakou podstatnou výhodu či výhody oproti konkurenci (Mařík, 2011, s. 56).

Setkáváme se i s jinými postoji ke strategické analýze, např. jak uvádí Sedláčková ve své knize: „Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku.“ Smyslem tohoto pojetí strategické analýzy je upozornění na změny okolí, které mohou mít v budoucnu vliv na podnik, vychází se tedy z odhadu budoucích trendů a jevů, které mohou nastat (Sedláčková, 2006, s. 10).

Postup strategické analýzy dle Maříka (2011, s. 58) může mít následující kroky:

1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu)
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (jako výsledek předchozích dvou kroků)

### **1.2.1 Relevantní trh a jeho prognóza**

Jedná se o analýzu vnějšího potenciálu, někdy také nazývána jako analýza makroprostředí. Výchozím krokem by mělo být jednoznačné vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku, a to z hlediska:

- věcného, tj. z hlediska produktu,
- územního (ČR, dílčí region, další země mimo ČR apod.),
- zákazníků,
- konkurentů (Mařík, 2011, s. 59).

Makroprostředí představuje celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, v němž se podnik pohybuje. Často se zde uvádí i ekologický rámec. Vlivy jako je politická stabilita, míra inflace, dovozní omezení týkající se surovin, demografický pohyb populace dané země či revoluční technologické

inovace, mohou a často působí na efektivnost podniku a jeho úspěšnost. Tato analýza, která dělí vlivy makrookolí do čtyř základních skupin, se označuje jako PESTE analýza (Sedláčková, 2006, s. 16).

### **1.2.2 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku**

Tato analýza si klade za cíl odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Postup může být rozdělen do následujících kroků:

1. stanovení dosavadních tržních podílů,
2. identifikace konkurentů,
3. analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly,
4. prognóza tržních podílů (Mařík, 2011, s. 74).

Stanovení tržního podílu je možné jak na úrovni fyzických jednotek, tak i v koru-novém vyjádření. Doporučuje se sestavit vývojovou řadu tržních podílů, jelikož vývoj tohoto ukazatele můžeme považovat za vyjádření konkurenční síly. Po identifikaci hlavních konkurentů určíme, příp. odhadneme relativní tržní podíly, tj. relace mezi tržním podílem oceňovaného podniku a tří hlavních konkurentů. U analýzy vnitřního potenciálu je nutné posoudit do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen účinně čelit konkurenci a možným hrozbám (Mařík, 2011, s. 75 - 77).

Dle Magretty pro analýzy mikrookolí, tedy přímého okolí společnosti lze využít Porterův model pěti sil, který je možné využít v každém odvětví. Jedná se o intenzitu soupeření mezi existujícími konkurenty, vyjednávací sílu kupujících, vyjednávací sílu dodavatelů, hrozbu substitutů a hrozbu nově vstupujících konkurentů do odvětví. Důležité mohou být i jiné faktory jako vládní regulace, technologie a někdy uváděná „šestá síla“ komplementy (Magretta, 2012, s. 41 - 58).

Pro srovnání strategické analýzy uvádím pohled Sedláčkové na vnější a vnitřní faktory, které působí na podnik jako propojené a souvislé okruhy.

#### VNĚJŠÍ FAKTORY

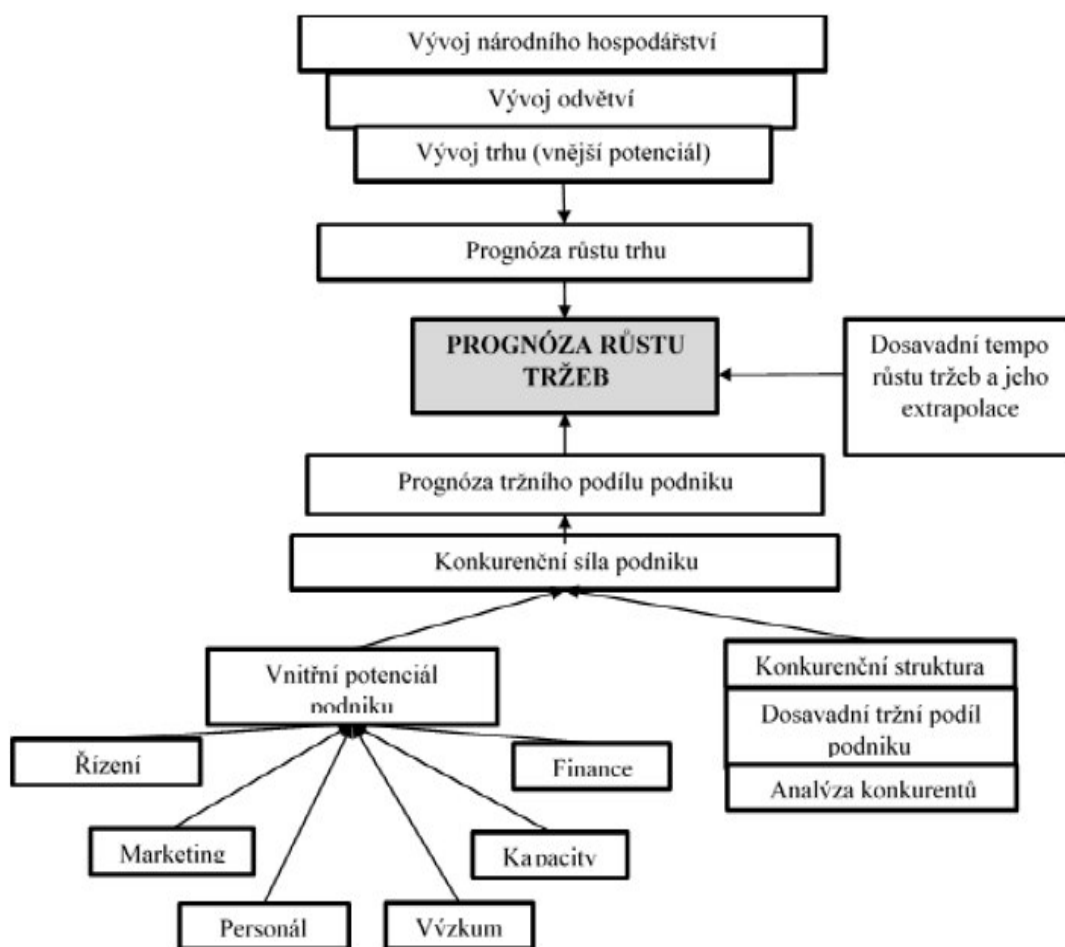


#### VNITŘNÍ FAKTORY

Obr. 1 Schéma strategické analýzy (upraveno dle Sedláčkové, 2006, s. 10)



### 1.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku



Obr. 2 Prognóza tržeb oceňovaného podniku (převzato z Maříka, 2011, s. 94)

## 1.3 Finanční analýza

Hlavním cílem finanční analýzy je komplexní posouzení úrovně současné situace podniku (finančního zdraví), posouzení budoucí vyhlídky na finanční situaci podniku a připravení opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku a zajištění možné další prosperity podniku (Dluhošová, 2006, s. 68).

Finanční analýza tvoří základ pro finanční plán, ze kterého je možno vyvodit výnosovou hodnotu. Ukazatele finanční analýzy mají malou vypovídací schopnost, a proto je nutné výsledky patřičně interpretovat. Oceňovatel musí vyvodit závěry, které se promítnou do ocenění, a to zejména v těchto směrech:

- měl by z finančního hlediska doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy,
- doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, pokud ve finančním hospodaření najde nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti (Mařík, 2011, s. 96).

Postup finanční analýzy lze shrnout do těchto jednotlivých kroků:

1. prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
2. sestavení analýzy základních účetních výkazů,
3. počítání a vyhodnocení poměrových ukazatelů,
4. zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků (Mařík, 2011, s. 97).

Vstupní údaje potřebné k sestavení finanční analýzy jsou dostupné ve zveřejňovaných finančních výkazech a výročních zprávách podniku. Patří sem především přehled o stavu a struktuře majetku a zdrojích jeho krytí (rozvaha), o tvorbě a užití výsledku hospodaření (výkaz zisku a ztráty) a následně o pohybu peněžních toků (výkaz Cash Flow). Dále se dají využít výkazy vnitropodnikového účetnictví, které si podnik vytváří podle svých potřeb, ale nejsou veřejně dostupnými informacemi. Kromě těchto základních zdrojů se využívají i firemní statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti a normy spotřeby (Dluhošová, 2006, s. 69 - 72).

Absolutní a rozdílové ukazatele hrají doplňkovou roli, jejich velikost závisí do značné míry na velikosti firmy a nelze je užít k mezipodnikovému srovnávání, kdežto užití poměrových ukazatelů je základnou finanční analýzy. Srovnání vývoje vybraných absolutních ukazatelů v čase, je užitečné k posouzení časových změn těchto ukazatelů a slouží k tomu horizontální analýza (Dluhošová, 2006, s. 69 - 72). Na horizontální analýzu navazuje vertikální analýza, která se zabývá jen jedním obdobím a zkoumá, jak se na určité globální veličině podílely

veličiny dílčí. Ze struktury podniku za několik po sobě jdoucích období je možné vyčíst, k jakým pohybům dochází v nastavení majetkové báze nebo kapitálové struktury. K rozdílovým ukazatelům patří ukazatel čistého pracovního kapitálu, který se využívá při výpočtu tzv. free cash flow (Kislingerová, 1999, s. 50).

### **Rovnice čistého pracovního kapitálu**

$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

nebo

$$\text{ČPK} = (\text{vlastní jmění} + \text{dlouhodobé závazky}) - \text{stálá aktiva}$$

Podstatou pracovního kapitálu je, že reprezentuje část oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu. Tudíž čistý pracovní kapitál měří velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázána na krátkodobé závazky, a zajišťuje potřebnou míru likvidity (Kislingerová, 1999, s. 51).

V účetních výkazech jsou uvedeny absolutní hodnoty jednotlivých položek, jestliže tyto hodnoty dáme do vzájemných poměrů, vznikají tak poměrové ukazatele, které je možno analyzovat. Poměrových ukazatelů je velké množství, při jejich konstrukci a třídění lze vyjít ze základního obsahu finančního řízení a především finančního rozhodování podniku, které je většinou orientováno na:

- získávání kapitálu (pasiv),
- rozhodování o velikosti a struktuře majetku (aktiv),
- rozdělování výsledku hospodaření,
- analýzu a kontrolu hospodářské činnosti (Kislingerová, 1999, s. 54).

Mařík uvádí uspořádání na ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadlužení, která je základem americké literatury. Přitom sám vychází z požadavků kladených na vedení podniku, a tím prvním je „udržet podnik při životě.“ Přežití nás bude zajímat především v rámci bezprostřední budoucnosti, bude nás tedy za-

jímat **krátkodobá likvidita**, jako schopnost podniku uhrazovat své závazky v perspektivě jednoho roku. Druhým požadavkem je schopnost podniku hradit své dlouhodobé závazky, kde nám poslouží ukazatele vypovídající o **dlouhodobé finanční rovnováze**. Budou-li oba předešlé požadavky splněny, ptáme se po **výnosnosti**, kterou měříme ukazateli rentability (Mařík, 2011, s. 102).

Pro úplnost uvádím stručný přehled nejpoužívanějších poměrových ukazatelů:

**a) ukazatele likvidity**

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

Ukazatele likvidity informují o statickém pohledu na schopnost podniku dostát svým závazkům. Úroveň likvidity je dána nejen rozsahem krátkodobých závazků, ale i některými dalšími okolnostmi, jako např. makroekonomické prostředí, je-li vysoce proměnlivé, tak se podniku doporučuje vytvářet určité rezervy (Kislingerová, 1999, s. 62 - 63).

Nevýhodou těchto ukazatelů je, že jsou závislé na způsobu ocenění aktiv a pasiv. Podobnou nevýhodou trpí i ukazatel pracovního kapitálu, který je považován za užitečný nástroj analýzy likvidity. Doporučuje se však důkladnější rozbor ročního vývoje celkového cash flow a jeho dílčích složek, a to nejen z minulých účetních výkazů, ale nejlépe soustředit se na cash flow zjištěné z finančního plánu pro příští rok (Mařík, 2011, s. 103 - 104).

## **b) ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy**

Dlouhodobější finanční rovnováhu budeme zkoumat pomocí vybraných ukazatelů, kam především patří statické ukazatele typu:

- podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu,
- podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech,
- krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem,
- krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem (Mařík, 2011, s. 104 - 105).

Mezi nejčastěji používané dynamické ukazatele zadluženosti patří teoretická doba splácení dluhů uváděná v letech a odpovědi na otázky do jaké míry je dluhové zatížení únosné, mohou účinně posloužit ukazatele úrokového krytí a ukazatele krytí fixních plateb (Mařík, 2011, s. 104 - 105).

$$\text{Doba splácení dluhů} = \frac{\text{Cizí kapitál} - \text{Peněžní prostředky}}{\text{Provozní cash flow}}$$

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{Zisk před úroky a daněmi}}{\text{Placené úroky}}$$

$$\text{Krytí fixních plateb} = \frac{\text{Zisk před úroky a daněmi} + \text{Leasingové splátky}}{\text{Placené úroky} + \text{Leasingové splátky}}$$

## **c) ukazatele výnosnosti (rentability)**

Základním kritériem hodnocení rentability (výnosnosti, míry zisku) je rentabilita vloženého kapitálu, obecně definován jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Vložený kapitál se používá zpravidla ve třech různých formách, rozlišujeme tyto ukazatele podle typu kapitálu na rentabilitu aktiv, rentabilitu vlastního kapitálu a rentabilitu dlouhodobě investovaného kapitálu. V praxi jsou užívány různé modifikace ukazatelů rentability, které se ve svém výpočtu liší použitým ziskem (Dluhošová, 2006, s. 76 - 78).

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu} = \frac{\text{Výsledek hospodaření před daněmi} + \text{Úroky}}{\text{Celkový kapitál}}$$

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{Výsledek hospodaření po dani}}{\text{Čisté tržby}}$$

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{Výsledek hospodaření po dani}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

#### **d) ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Můžeme využít ukazatele dvojího typu, a sice ukazatele počtu obrátů, které uvádí počet obrátek za rok nebo ukazatele doby obratu, které uvádí počet dní (Kislingerová, 1999, s. 58 - 60).

$$\text{Počet obrátů aktiv celkem za rok} = \frac{\text{Roční tržby}}{\text{Aktiva celkem}}$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Průměrné denní tržby}}$$

$$\text{Průměrná doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\text{Průměrné denní tržby}}$$

$$\text{Průměrná doba splatnosti závazků} = \frac{\text{Závazky z obchodního styku}}{\text{Průměrné denní hodnota nákupu}}$$

Jako poslední krok finanční analýzy je zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků a závěr finanční analýzy pro potřeby ocenění by měl odpovídat na otázku, zda je podnik zdravý a lze (nebo nelze) počítat s jeho dlouhodobou existencí. Pokud vyhlídky na další existenci nejsou dostačující, mělo by se ocenění zúžit na zjištění likvidační hodnoty. V opačném případě, kdy vy-

hlídky na další rozvoj jsou slušné, je splněna podmínka pro využití výnosových metod. V praxi se konečný verdikt finanční analýzy může vyvodit ze dvou možností, a to že finanční analytik vynese konečný verdikt na základě svých zkušeností, nebo použijeme vhodně zvolený algoritmus a závěr podepřeme číselnými výsledky. Konkrétní variantou druhé možnosti je např. bodovací metoda, kdy bodujeme nejdůležitější ukazatele. Další variantou algoritmu je použití konceptu, na kterém je založen Altmanův model, kdy se jedná o metody založené na sledování statistických dat z ekonomické praxe a jejich diskriminační analýze. Smyslem Altmanova modelu je souhrnně vyjádřit finanční důvěryhodnost, která může být odvozena i od tzv. souhrnného indexu finanční důvěryhodnosti IN (Mařík, 2011, s. 109 - 110).

#### **1.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

Pokud má podnik jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen, pak je možné vycházet z tohoto předpokladu. Jestliže jde o podnik s více podnikatelskými aktivitami, pak by měl být oceňován jako souhrn jednotek, přičemž každá podnikatelská jednotka je oceňována zvlášť. Pro základní podnikatelské zaměření potřebuje podnik aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva, bez kterých se základní „business“ neobejde, se označují jako aktiva provozně nutná nebo též provozně potřebná. Všechna ostatní aktiva se označí jako aktiva provozně nenutná, neprovozní. Zároveň s tímto rozdělením by měly být vyřazeny výnosy a náklady související s těmito provozně nenutnými aktivy (Mařík, 2011, s. 118).

Rozdělení majetku na potřebná a nepotřebná má následující důvody:

- část majetku, které firma vlastní, nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj žádné či jen malé příjmy. V takovém případě se může stát, že ocenění tohoto majetku pomocí výnosových metod povede k jeho podcenění, nebo nebude oceněn vůbec.

- Vyčlenit by se měla aktiva, která nesouvisí s provozem i v případě, že určité příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.
- Posledním důvodem je skutečnost, že k ocenění obou skupin aktiv použijeme i jiné metody (Mařík, 2011, s. 118 - 119).

#### Nejčastější nepotřebná aktiva

- Krátkodobý finanční majetek – základem jsou krátkodobé cenné papíry a podíly, které v rozvinutých ekonomikách slouží především jako rezerva pro splácení úvěru či financování investic.
- Dlouhodobý finanční majetek – mají-li finanční investice portfoliový charakter (tj. pouze uložení peněz) a nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku, pak by měly být z provozně potřebných aktiv vyčleněny.
- Ostatní provozně nepotřebná aktiva – může se jednat o nemovitosti, které jsou využívány mimo hlavní činnost podniku (služební byty, rekreační zařízení či nevyužívané pozemky), dále pohledávky nesusouvisející s hlavní ekonomickou činností, majetek provozně málo využívaný (nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, ostatní nepotřebný dlouhodobý i krátkodobý majetek), a poslední položkou je majetek, kterým podnik disponuje v nadbytečném množství, jde především o příliš velké zásoby a nadbytečné kapacity v podobě budov a strojů (Mařík, 2011, s. 120 - 122).

#### 1.4.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál získáme jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu. Mařík uvádí propočet provozně nutného investovaného kapitálu, který vychází



z účetní rozvahy. V podstatě se jedná o bilanční sumu, která je upravena ve dvou směrech, a to:

- Z aktiv jsou vyřazeny ty položky, které je u daného podniku možno považovat za provozně nepotřebná.
- Oběžná aktiva jsou snížena o závazky, u kterých nejsme schopni explicitně vyčíslit jejich náklady (tj. např. úroky). Typickým příkladem jsou závazky vůči dodavatelům, státu, zaměstnancům atd. V důsledku této úpravy pracujeme již s upraveným pracovním kapitálem (Mařík, 2011, s. 122 - 123).

#### **1.4.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření**

Jestliže v podniku nalezneme nějaká aktiva nesouvisející s hlavním předmětem činnosti podniku, měli bychom zjistit, jestli jsou s nimi spojené náklady nebo výnosy, které jsou vykazované v rámci výsledovek. Pak je tedy třeba tyto položky vyloučit z hospodářských výsledků, se kterými budeme dále pracovat. Nejvýhodnější je za východisko úprav použít přímo provozní výsledek hospodaření, nikoliv výsledek hospodaření za účetní období, čímž zajistíme, že nebude zahrnut mimořádný výsledek hospodaření (Mařík, 2011, s. 123).

Položky, které je třeba z provozního výsledku hospodaření vyloučit, patří tyto nejtypičtější:

- tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (tj. zisky z prodeje majetku),
- odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavní činnosti podnikání (např. rekreační objekty) a další významnější náklady spojené s neprovozním majetkem (Mařík, 2011, s. 123).

K provoznímu výsledku hospodaření je potřeba přidat finanční výnosy a náklady, pokud by byly spojené s provozními aktivitami podniku, jedná se například o tyto položky:

- výnosy z cenných papírů ponechané v provozně potřebném majetku,
- některé finanční náklady související s běžným provozem a majetkem považovaným za provozně nutný (Mařík, 2011, s. 123).

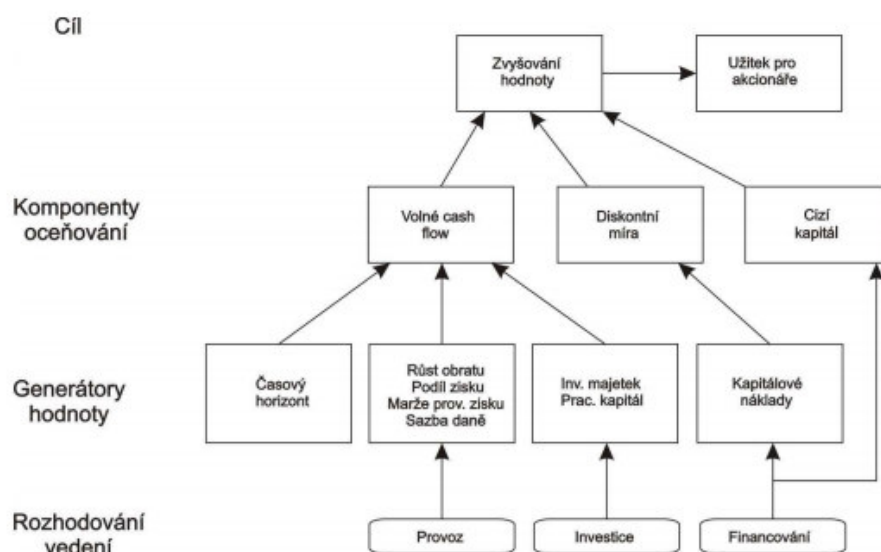
Takto upravený výsledek hospodaření budeme označovat jako korigovaný výsledek hospodaření, který je tedy hospodářským výsledkem generovaným provozně nutným investovaným kapitálem. S pomocí literatury Maříka je uveden pro názornost postup výpočtu.

Tab. 1 Výpočet korigovaného výsledku hospodaření (zpracováno dle Maříka, 2011, s. 174)

|                                                                                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Provozní výsledek hospodaření                                                     |
| - Provozní výnosy jednorázové, nesouvisející s provozním majetkem                 |
| + Provozní náklady jednorázové, nesouvisející s provozním majetkem                |
| + Finanční výnosy z investic a výnosové úroky plynoucí z provozně nutného majetku |
| - Finanční náklady související s provozně nutným majetkem                         |
| = Korigovaný provozní výsledek hospodaření                                        |

## 1.5 Generátory hodnoty

Tímto pojmem, který se začal užívat v USA v souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty, tzv. shareholder value, se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin určující hodnotu podniku. Generátory hodnoty se vyvozují v souvislosti na konkrétní přístup k ocenění podniku, nejčastějším východiskem je metoda diskontovaných peněžních toků. Pro pochopení pojmu poslouží následující obrázek (Mařík, 2011, s. 125).



Obr. 3 Generátory hodnoty (převzato z Maříka, 2011, s. 125)

Na obrázku jsou patrné následující generátory hodnoty, tak jak je uvádí Mařík:

1. tržby (obrat) a jejich růst,
2. marže provozního zisku (korigovaný provozní zisk)
3. investice do pracovního kapitálu,
4. investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
5. diskontní míra,
6. způsob financování (tj. velikost cizího kapitálu),
7. doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku,  
což je doba existence podniku (Mařík, 2011, s. 125 - 126).

Cílem generátorů hodnoty je soustředit se na ty veličiny, které hodnotu podniku rozhodujícím způsobem ovlivňují. Pomocí této analýzy získáme pohled na minulost podniku, zda tvoří hodnotu a jaké faktory mají na tuto skutečnost vliv. Prognóza generátorů hodnoty by měla tvořit kostru finančního plánu, zejména pak plánu volných peněžních toků (Mařík, 2011, s. 125 - 126).

### 1.5.1 Tržby

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy, kde tyto výsledky nemusí být konečné. Tato prognóza může být korigována kapacitními možnostmi podniku, zejména pak pro nejbližší období (Mařík, 2011, s. 126).

### 1.5.2 Provozní zisková marže

Jedná se o druhý generátor hodnoty a můžeme ji definovat následující rovnicí:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Je nepostačující projektovat výsledek hospodaření pouze jako rozdíl odhadnutého vývoje tržeb a nákladů, ale je nejvhodnější zpracovat dvě nezávislé prognózy ziskové marže, které následně sladíme mezi sebou. Jedná se o tyto prognózy:

- a) prognóza ziskové marže shora – jde o základní přístup, který vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazující zdůvodněný vývoj do budoucnosti,
- b) prognóza ziskové marže zdola – která se skládá z určitého postupu:
  - prognóza hlavních provozních nákladových položek (např. náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady), které se porovnají k tržbám,
  - doplnění o méně významné provozní nákladové položky, případně i výnosy,
  - dopočet korigovaného provozního výsledku hospodaření jako rozdílu provozních výnosů a nákladů,
  - z tohoto zisku a tržeb dopočítat ziskovou marži (Mařík, 2011, s. 127 - 129).

### 1.5.3 Pracovní kapitál

Tento pojem je účelné pro potřeby plánování a ocenění podniku upravit tak, aby odpovídal ostatním generátorům hodnoty. Ukazatel pracovního kapitálu, který se běžně používá ve finanční analýze, se spočítá jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu. Je tedy potřeba provést dvě základní modifikace:

1. Od oběžných aktiv musíme **odečíst neúročený cizí kapitál**, kde je hlavním kritériem schopnost explicitního stanovení nákladů (především úroků).
2. Všechny uvedené veličiny jsou započítány jen v provozně nutném rozsahu, tedy jen v takové výši, jakou vyžaduje základní činnost podniku (Mařík, 2011, s. 132 - 133).

Tab. 2 Výpočet pracovního kapitálu (zpracováno dle Maříka, 2011, s. 132)

|                                             |
|---------------------------------------------|
| Krátkodobý finanční majetek                 |
| + Zásoby                                    |
| + Pohledávky                                |
| - Neúročené závazky                         |
| + Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní) |
| - Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní) |
| = Pracovní kapitál                          |

### 1.5.4 Investice do dlouhodobého majetku

Jedná se o nejobtížněji stanovitelný generátor hodnoty, protože investice se nevyvíjí plynulým způsobem v čase a je potřeba mezi ně zahrnout investice výzkumu a vývoje a investice do lidského kapitálu. Lze rozlišit tři varianty k přístupu k plánování investiční náročnosti:

1. Globální přístup – vhodný v situacích, kdy investice do dlouhodobého majetku jsou prováděny relativně rovnoměrně v čase, příkladem může být velká společnost, která postupně obnovuje svůj majetek. Postup vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Zkoumáme relaci mezi investicemi brutto, tedy skutečnými investičními výdaji do provozně nutného dlouhodobého majetku, a tržbami, tedy koeficient náročnosti tržeb na brutto investice  $k_{DMb}$ . Případně jednodušší varianta výpočtu prostého podílu dlouhodobého majetku na tržbách  $k_{DM}$  a doplnkově lze využít koeficientu náročnosti růstu tržeb na netto investice  $k_{DMn}$ .

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}$$

$$k_{DM} = \frac{\text{Provozně nutný dlouhodobý majetek}}{\text{Tržby}}$$

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

2. Přístup podle hlavních položek – použitelný pro nejbližší léta, kdy se vychází z konkrétních podnikových investičních plánů, které zahrnují jednotlivé akce a projekty.
3. Přístup založený na odpisech – vychází se z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů, které jsou třeba ještě vypočteny ze starších historických cen, nebudou u většiny podniku stačit k dlouhodobému přežití či dokonce k růstu (Mařík, 2011, s. 136 - 138).

### 1.5.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Již zmíněné generátory hodnoty lze použít k odhadu hodnoty podniku, kde toto ocenění je založené na principu peněžních toků. Volné peněžní toky (FCF) můžeme vyjádřit pro jednotlivé roky:

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})$$

respektive

$$FCF_t = \text{Korig. provozní zisk po dani} \\ - \text{Přírůstek pracovního kapitálu a dlouhodob. majetku}$$

kde se jedná o tato označení:

$X$  – velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,

$g$  – tempo růstu tržeb,

$r_{ZPx}$  – provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,

$d$  – sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření,

$k_{WC}$  – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,

$k_{DMn}$  – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,

$t$  – rok (Mařík, 2011, s. 147).

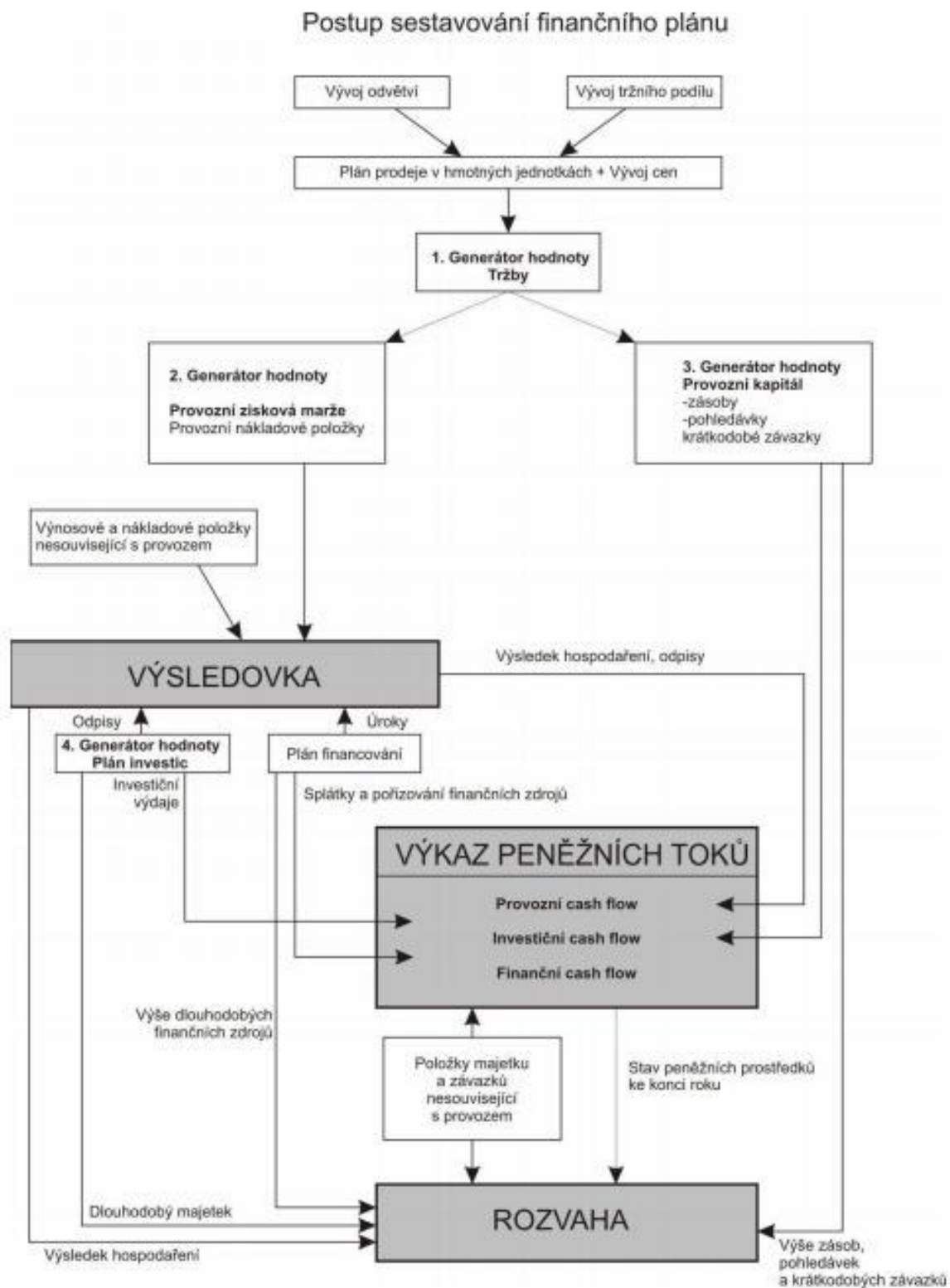
## 1.6 Finanční plán

Jak již bylo řečeno dříve, pokud se rozhodnu pro ocenění podniku využít některou z výnosových metod, měl by se sestavit kompletní finanční plán. Z pohledu běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu, který by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku. Je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů:

- plány prodeje upravené pro odhad budoucích výnosů,
- plány produkce a navazující odhad budoucích nákladů,
- plány kapacit, které se promítají do plánu investic, pracovního kapitálu, údržby a obnovy, plánu odpisů,
- plány pracovních sil, které vykazují osobní náklady,
- plán provozního výsledku hospodaření, a z toho plynoucí výše zdanění,
- plán provozních peněžních toků a společně s plánem investic umožňuje sestavit celkový peněžní tok,
- plánovaná rozvaha (Mařík, 2011, s. 149 - 151).

Základní postup sestavení finančního plánu a vazby mezi jednotlivými kroky, dílčími plány a výslednými výkazy plánu je znázorněn na následujícím obrázku.





Obr. 4 Postup sestavování finančního plánu (převzato z Maříka, 2011, s. 152)

## 1.7 Výnosové metody ocenění podniku

Ocenění na základě výnosů vychází z využití poznatků, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, u hospodářských statků jsou užitekem očekávané výnosy. Za tyto výnosy je z hlediska teorie správné považovat konkrétní peněžní příjmy, které plynou z oceňovaného statku držitele. Jako základ ocenění je možné využít i jinak chápané výnosy, podle toho pak rozlišujeme jednotlivé výnosové metody pro ocenění. Existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinované (korigované), které kombinují výnosové ocenění s majetkovým oceněním (Mařík, 2011, s. 163).

### 1.7.1 Metoda diskontovaného cash flow

Jedná se o základní výnosovou metodu, kde jsou peněžní toky reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku), a tak přesně odráží teoretickou definici hodnoty. Můžeme rozlišit tři základní techniky výpočtu výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda „entity“, kde entita je jednotka, která označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“, equity vyjadřuje vlastní kapitál,
- metoda „APV“, jedná se o upravenou současnou hodnotu (Mařík, 2011, s. 164 - 165).

Při použití **metody DCF entity** probíhá výpočet ve dvou krocích, kdy nejprve vyjdeme z peněžních toků a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto). Od této hodnoty odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto). U **meto-**

**dy DCF equity** se vyjde z peněžních toků. Kterou jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku, a jejich diskontováním získáme hodnotu vlastního kapitálu. **Metoda DCF APV** probíhá ve dvou krocích, nejdříve se zjišťuje hodnota podniku jako celku, ale v tomto případě jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto (Mařík, 2011, s. 165).

Jak uvádí Kislingerová, společným a jednotícím znakem této metody je, že hodnota podniku se odvozuje od budoucích výnosů, které se převádějí na současnou hodnotu (z pohledu investora). Základem je tedy časová hodnota budoucích výnosů (Kislingerová, 1999, s. 141 - 147).

Základním znakem metody DCF entity je, že výsledkem procesu diskontování budoucích peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek neboli entita je chápán na úrovni investovaného kapitálu (Mařík, 2011, s. 165).

### **Investovaný kapitál**

Investovaný kapitál je velmi důležitou veličinou pro metodu DCF. Výchozím bodem pro jeho výpočet je rozvaha, kterou musíme upravit ve dvou směrech:

- první úprava plyne z potřeby určit náklady na tento investovaný kapitál, kde nás převážně zajímají základní zdroje kapitálu, tedy celková výše vlastního kapitálu a cizí úročený kapitál,
- druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a aktiva nesloužící k zajištění hlavního provozu podniku, vydělením neprovozního majetku získáme dvě úrovně investovaného kapitálu, a to:
  - provozně nutný investovaný kapitál, který zahrnuje pracovní kapitál a dlouhodobá aktiva,

- celkový investovaný kapitál jako součet provozně nutného investovaného kapitálu a neprovozních aktiv (Mařík, 2011, s. 166 - 168).

### Peněžní toky pro metodu DCF entity

V běžném finančním plánu jsou k dispozici prognózy cash flow na jednotlivých úrovních, a to provozního, investičního, finančního a celkového cash flow. Pro potřeby oceňování však není možné žádnou z těchto variant přímo použít. V tom případě je třeba určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Výsledkem je tzv. volné cash flow FCF, patrné z následujícího schématu (Mařík, 2011, s. 170).

Tab. 3 Schéma výpočtu volných peněžních toků (zpracováno dle Maříka, 2011, s. 170)

|                                                                                                                                                                                  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| + Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ( $KPVH_D$ )<br><br>- Upravená daň z příjmů ( $= KPVH_D \cdot \text{daňová sazba}$ )                                      |
| = Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)<br><br>+ Odpisy<br><br>+ Ostatní náklady započtené v provozním VH (nejsou výdaji v běžném období)                    |
| = Předběžný peněžní tok z provozu<br><br>- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)<br><br>- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného) |
| = Volný peněžní tok (FCF)                                                                                                                                                        |

U metody DCF je vždy východiskem volný peněžní tok. V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici:

- vlastníkům (akcionářům), především na dividendy,
- věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků (Mařík, 2011, s. 170).

### **Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF**

FCFF (=volný peněžní tok do firmy) se počítá nepřímou metodou, kde východiskem je výsledek hospodaření, v našem schématu vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření. V některých pramenech může být východiskem zvolen tzv. EBIT, tedy výsledek hospodaření před odpočtem placených úroků a daní z příjmů. V našich podmínkách se počítá EBIT tak, že se vezme vykázaný výsledek hospodaření za účetní období a přičte se k němu placená daň a nákladové úroky. Takto pojatý je ovšem něco jiného než provozní výsledek hospodaření, ale shoda mezi nimi může nastat jen tehdy, jestliže finanční výsledek hospodaření je tvořen pouze nákladovými úroky a podnik nebude mít žádný mimořádný výsledek hospodaření, což není častý případ. Proto se doporučuje používat již zmíněný korigovaný provozní výsledek hospodaření (Mařík, 2011, s. 171).

### **Investice pro výpočet FCFF**

Dle Maříka by měly být realizovány jen ty investice do podnikové činnosti, které slibují kladnou čistou hodnotu. Investice uvedené ve schématu pro výpočet volného peněžního toku jsou investice brutto, zahrnují veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit stávající majetek, nebo se jedná o investice rozšiřovací. Tyto investice můžeme rozdělit na část, která má zajistit obnovu, a na část rozšiřovací, tedy jako investice netto. Odečtením odpisů od investic

brutto získáme právě investice netto, které mohou být i záporné, pokud se v daném roce investuje méně než činí roční odpisy (Mařík, 2011, s. 174 - 175).

Investice potřebné pro výpočet volného peněžního toku zjistíme z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Investovaný kapitál představuje velikost provozně nutného majetku a zároveň kapitálu v tomto majetku vázaného, a to vyjádřeno ke konci roku v zůstatkových cenách majetku (Mařík, 2011, s. 175).

### **Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu**

Technikou propočtu se rozumí všechny postupy, jimiž přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku. Metoda DCF entity probíhá ve dvou krocích:

1. **Určíme celkovou hodnotu podniku**, kterou se rozumí výnosová hodnota investovaného kapitálu, ze strany aktiv jde o součet upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobých aktiv, ze strany pasiv jde o součet vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu. Tato celková hodnota získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku, nebere v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný, ani výnosy a náklady spojené s takovýmto majetkem.
2. **Vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu**, kdy celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění, nové dluhy neuvažujeme, jelikož tato metoda implicitně počítá s plným financováním pomocí vlastních zdrojů. Následně k provozní hodnotě vlastního kapitálu přičteme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění. Uvedené vztahy znázorňuje následující obrázek (Mařík, 2011, s. 177).



Obr. 5 Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity (převzato z Maříka, 2011, s. 177)

V praxi se předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (pracuje se s případem „going concern“). Pro tak dlouhé období je zcela nemožné plánovat peněžní toky na jednotlivá léta. Existují však dvě možnosti řešení:

- standardní dvoufázová metody
- metody založené na odhadu průměrných temp růstu (Mařík, 2011, s. 178).

### Dvoufázová metoda

Vychází se z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fázi, která zahrnuje období, kde je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze až do nekonečna, kde se hodnota podniku označuje jako pokračující hodnota. Hodnotu podniku vypočítáme dle vzorce:

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

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

$i_k$  - kalkulovaná úr. míra na úrovni prům. vážených nákladů kapitálu

$T$  - délka první fáze v letech

$PH$  - pokračující hodnota (Mařík, 2011, s. 178).

### **Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy**

Existují dvě řešení:

- a) **Gordonův vzorec** – prognóza se sestavuje na jednotlivá léta jen pro omezený počet let, doba první fáze se pohybuje okolo 4 – 14 let, druhá fáze předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku, kde pokračující hodnota představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků ve druhé fázi – jde o tzv. Gordonův vzorec používaný pro oceňování akcií na základě dividend. Pokud aplikujeme vzorec na volné peněžní toky, získáme pokračující hodnotu:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde:  $T$  – poslední rok prognózovaného období

$i_k$  - průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra)

$g$  – předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

$FCFF$  – volný peněžní tok do firmy

Podmínkou platnosti vzorce je:  $i_k > g$  (Mařík, 2011, s. 183).

- b) **Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty** – též zvaný parametrický vzorec je další možností, jak spočítat pokračující hodnotu, tento vzorec pracuje se dvěma základními generátory hodnoty, a to:



- tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření (KP-VH) snížených o upravené daně,
- očekávaná rentabilita nových (čistých) investic ( $r_I$ ), kde se počítá s investicemi do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (Mařík, 2011, s. 186 - 187).

Rentabilita investic se odvozuje v návaznosti na rentabilitu investovaného kapitálu. Míra výnosnosti investovaného kapitálu je důležitým faktorem tvorby hodnoty. Jestliže má podnik tvořit novou hodnotu, je třeba, aby rentabilita investovaného kapitálu  $r_k$  byla vyšší než náklady kapitálu (Mařík, 2011, s. 186 - 187).

$$r_k = \frac{\text{Korigovaný provozní zisk po upravených daních}}{\text{Provozně nutný investovaný kapitál}} = \frac{KPVH}{K_{t-1}}$$

Známe-li provozně nutný investovaný kapitál, snadno zjistíme výši čistých investic v roce  $t$  jako změnu stavu investovaného kapitálu během roku (Mařík, 2011, s. 186 - 187):

$$\text{Investice netto} = \Delta K = K_t - K_{t-1}$$

kde:  $K$  – provozně nutný investovaný kapitál

$K_{t-1}$  - provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku  $t$

Rentabilitu čistých investic ( $r_I$ ) vypočítáme jako:

$$r_I = \frac{\text{Přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}} = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}}$$

Model pro pokračující hodnotu navržený Američany Copelandem, Murrinem a Kollerem má následující podobu:

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

kde:  $KPVH_{T+1}$  - korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy (Mařík, 2011, s. 183 - 187).

### Zjištění výsledné hodnoty podniku

Abychom získali výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku, musíme udělat závěrečné kroky:

Tab. 4 Zjištění výsledné hodnoty podniku (převzato z Maříka, 2011, s. 201)

|                                                               |
|---------------------------------------------------------------|
| Hodnota brutto ("provozní")                                   |
| - Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)          |
| = Hodnota vlastního kapitálu ("provozní")                     |
| + Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění) |
| = Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku                 |

## Diskontní míra pro metodu DCF

Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na použité variantě metody DCF. Rozlišujeme tyto:

- DCF entity – je potřeba stanovit diskontní míru na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu** (WACC),
- DCF equity – diskontní míra je dána odhadem **nákladů na vlastní kapitál** při konkrétní úrovni zadlužení,
- DCF APV – pro určení hodnoty firmy použijeme diskontní míru na úrovni **nákladů na vlastní kapitál při nulovém zadlužení**, jestliže určujeme hodnotu daňového štítu z ročních daňových úspor, diskontujeme daňové úspory úrokovou mírou odpovídající **nákladům cizího kapitálu** (Mařík, 2011, s. 206).

## Průměrné vážené náklady kapitálu

Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a odpovídajícímu riziku. Prioritně se nejedná o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti. Vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu:

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

kde:  $n_{CK}$  - očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku

$d$  – sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný subjekt

$CK$  – tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

$n_{VK}$  - očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku

$VK$  – tržní hodnota vlastního kapitálu

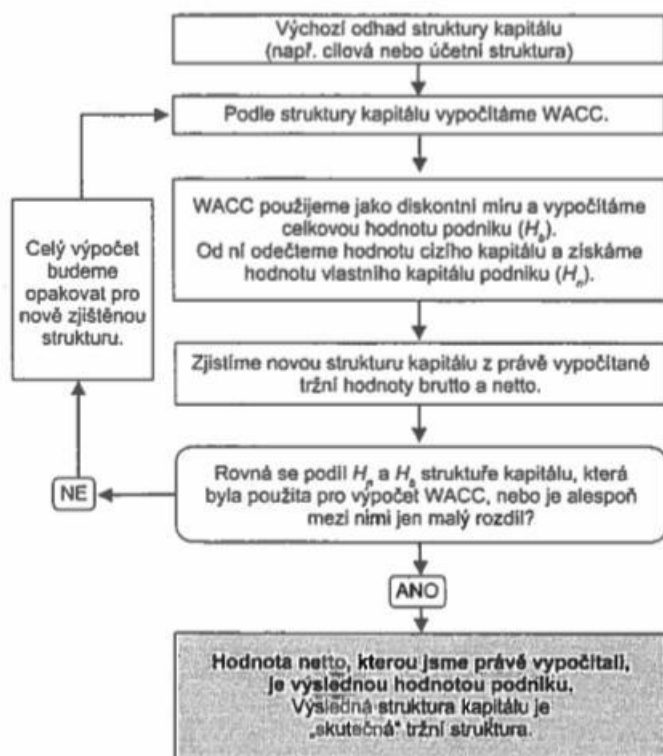
$K$  – celková tržní hodnota investovaného kapitálu,  $K = VK + CK$  (Mařík, 2011, s. 207 - 216).

Při výpočtu nákladů celkového kapitálu bychom měli postupovat ve čtyřech krocích. Nejprve určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, poté určit samostatně náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál a nakonec propočítat průměrné vážené náklady kapitálu (Mařík, 2011, s. 207 - 216).

### **Váhy jednotlivých složek kapitálu**

Kapitálovou strukturu určujeme na základě tržních hodnot, nikoliv na základě účetních hodnot. Tedy účetní struktura pro výpočet WACC není vhodná, ale použití tržních hodnot přináší značné problémy, které je možno řešit dvěma způsoby, a to orientačními odhady (tzv. cílovou strukturou) nebo iteračními postupy.

- a) Cílová struktura kapitálu - jde o odhad struktury kapitálu v tržních hodnotách pro budoucí období, tento odhad může být nepřesný a může tedy vést k chybnému ocenění.
- b) Iterační postup - jedná se o nejpřesnější způsob odhadu vah pro WACC, kdy nejprve odhadneme výchozí strukturu, kde může být použita cílová struktura, ale i účetní struktura, poté vypočítáme hodnotu a z ní pak zjistíme novou strukturu kapitálu. Následující obrázek popisuje postup při iteračním výpočtu kapitálové struktury (Mařík, 2011, s. 207 - 216).



Obr. 6 Schéma postupu při iterativním výpočtu kapitálové struktury (převzato z Maříka, 2011, s. 211)

## Náklady na cizí kapitál

Cizí kapitál může zahrnovat všechny možné složky od bankovních úvěrů, přes obligace, leasingové financování až po různé druhy úvěrů. Náklady na cizí kapitál lze propočítat jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z různých forem cizího kapitálu. Jde především o úroky, disážio a další výdaje jako jsou administrativní náklady, bankovní provize a běžné náklady úvěru. Při použití níže uvedeného vzorce k výpočtu nákladů na cizí kapitál, je třeba si uvědomit, že se bude jednat o náklady již očištěné o daň. Tento způsob výpočtu použijeme pouze v případě pevně stanovených úroků z dluhu a za situace, kdy se dá předpokládat, že částka peněz výpůjčky odpovídá současné tržní hodnotě dluhu (Mařík, 2011, s. 207 - 216).

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t * (1 - d) + S_t}{(1 + i)^t}$$

kde:  $D$  - čistá částka peněz získaná výpůjčkou

$U_t$  - úrokové platby

$d$  - sazba daně z příjmů

$S_t$  - splátka dluhu za dohodnutý časový interval

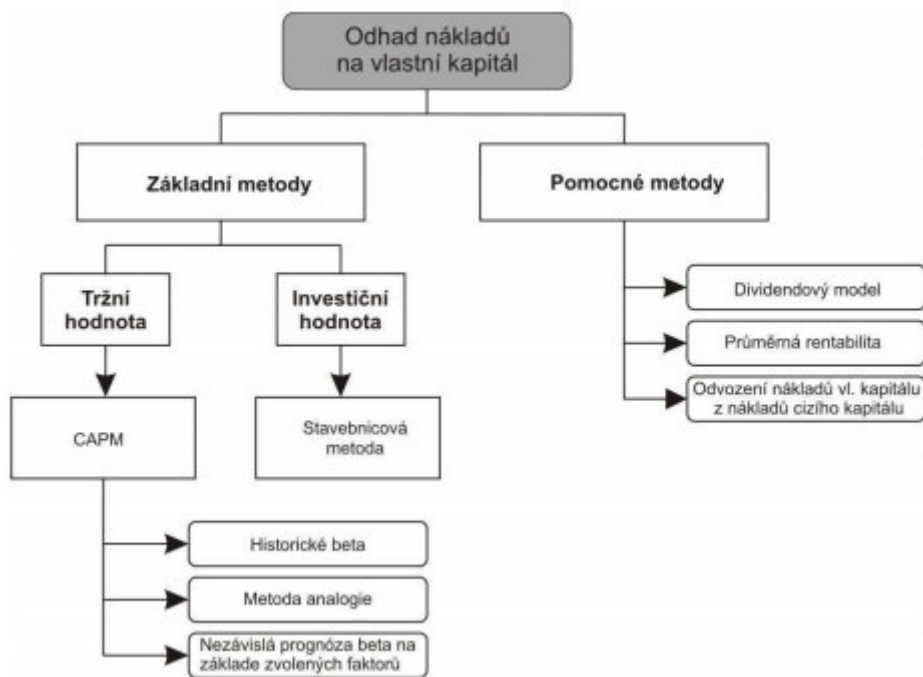
$n$  - počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu

$i$  - hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a která vyjadřuje výši efektivního úroku (Mařík, 2011, s. 207 - 216)

V jiném případě pro stanovení nákladů na cizí kapitál se vychází z alternativního postupu založeného na tržních datech. Výnos do doby splatnosti (tj. náklad cizího kapitálu) se určí jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky, která se stanoví pomocí rizikové třídy (ratingu) posuzovaného dluhu. V praxi se využívá zjednodušení, kdy se rating omezí na výpočet jediného ukazatele, a to konkrétně úrokového krytí (Mařík, 2011, s. 207 - 216).

### **Náklady na vlastní kapitál**

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvodit z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Stejný princip se používá k posouzení nákladů na cizí kapitál. Při ocenění vlastní kapitálu se v anglosaských zemích prosadil koncept opírající se o teorie kapitálového trhu, v praxi se uplatňuje model oceňování kapitálových aktiv CAPM (Mařík, 2011, s. 207 - 216).



Obr. 7 Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu (převzato z Maříka, 2011, s. 206 - 217)

### Náklady na vlastní kapitál – model CAPM

Důležitým prvkem modelu CAPM je tzv. přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné premie za riziko na kapitálovém trhu. Dle vztahu pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru  $A$  platí:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_A$$

kde:  $E(R_A)$  - střední očekávaná výnosnost cenného papíru  $A$

$r_f$  - bezriziková výnosnost

$E(R_m)$  - střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$\beta_A$  - koeficient beta cenného papíru  $A$

$[E(R_m) - r_f]$  - premie za tržní riziko (Mařík, 2011, s. 216 - 217).

Očekávaná výnosnost cenného papíru  $A$  závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru  $\beta_A$ , který se váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost (vyjádřená v procentech) je použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu. Beta je vyjádřením úrovně rizika jednotlivého akciového papíru, a to k riziku kapitálového trhu jako celku. Rovnice pro výpočet beta koeficientu je znázorněna níže (Mařík, 2011, s. 216 - 234):

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

kde:  $\beta_Z$  - beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy

$\beta_N$  - beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

$d$  - sazba daně z příjmů

$CK$  - cizí kapitál

$VK$  - vlastní kapitál.

Dle Maříka se doporučuje doplnit rovnici daty z USA a upravit o aktuální riziko země, a to z důvodu malé využitelnosti a spolehlivosti dat z tuzemského kapitálového trhu.

$$n_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ$$

kde:  $n_{VK}$  - odhad nákladů vlastního kapitálu

$r_f$  - aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA

$\beta$  - odvětvové  $\beta$  přenesené z amerického nebo jiného kapitálového trhu a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku

$RPT$  - riziková premie kapitálového trhu; doporučeno z trhu USA



*RPZ* - riziková premie země; doporučujeme postup založený na odlišnostech ve výnosnosti státních a podnikových dluhopisů, pokud možno upravený o vliv diferencí ve volatilitě akciového a dluhopisového trhu v ČR (Mařík, 2011, s. 206 - 234).

### **1.7.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“ (nebo „equity“), tedy výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Vlastní postup při této metodě je podobný jako u ostatních výnosových metod:

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
2. Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
3. Odhad kalkulované úrokové míry
4. Vlastní propočet výnosové hodnoty, a to analytickou metodou či paušální metodou (Mařík, 2011, s. 263).

### **1.7.3 Kombinované výnosové metody**

Jde o metody kombinace ocenění majetkového a výnosového, rozlišujeme dvě metody:

- a) Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Podstatou metody je, že hodnota podniku je vytvářena vloženými statky a výkony do podniku, ale i budoucím výnosem. Vzorec pro výpočet hodnoty podniku je dán prostým aritmetickým průměrem hodnoty výnosu a majetkové, substanční hodnoty založené na reprodukčních cenách (Kislingerová, 1999, s. 196).

$$HP = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2}$$

V různých odvětvích má substanční hodnota různý význam, proto se doporučuje diferencovat váhy pro různá odvětví (Mařík, 2011, s. 278).

$$HP = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2}$$

kde:  $x_1, x_2$  - zvolené váhy pro obě veličiny.

#### b) Metoda nadzisku a superzisku

Hlavní myšlenkou je, aby podnik produkoval vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Kapitalizovaný nadzisk či superzisk je definován jako rozdíl mezi ziskem, který by vlastník získal z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku (Kislingerová, 1999, s. 199). Hodnota podniku při trvale dosahovaném nadzisku (superzisku) se počítá:

$$HP = \frac{Z - i_k * S}{i_{k_2}}$$

kde:  $Z$  – trvale udržitelný zisk

$i_k$  - kalkulovaný bezrizikový výnos

$i_{k_2}$  - kalkulovaná úroková míra

$S$  – hodnota substance.

#### 1.7.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku, jedná se tak o ukazatel výnosnosti. Základním principem této hodnoty je, že měří ekonomický zisk, kterého podnik dosahuje tehdy, pokud jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál. Ukazatel EVA (economic value added) je čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady celkového kapitálu. Obecná podoba vzorce:

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

kde: NOPAT – net operating profit after taxes, tj. zisk z hlavního provozu podniku po dani

Capital – kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku

WACC – weighted average cost of capital, tj. průměrné vážené náklady kapitálu

V konceptu ekonomické přidané hodnoty se kapitál vázaný v aktivech nahrazuje termínem NOA, tedy net operating assets, tj. čistá operační aktiva (Mařík, 2011, s. 282 - 285).

#### EVA jako nástroj ocenění

Podobně jako u metody DCF lze použít varianty výpočtu EVA a ocenění pomocí EVA entity, equity a APV. Pro naše účely se budeme zabývat pouze variantou EVA entity. Základní schéma pro tuto variantu výpočtu metody EVA:

Tab. 5 Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu (zpracováno dle Maříka, 2011, s. 295)

|                                                      |
|------------------------------------------------------|
| Tržní hodnota operačních (provozně potřebných) aktiv |
| + Tržní hodnota neoperačních aktiv                   |
| - Tržní hodnota úročených závazků                    |
| = Tržní hodnota vlastního kapitálu                   |

Hodnota operačních aktiv je při této metodě oceňování dána součtem:

Tab. 6 Výpočet tržní hodnoty operačních aktiv (zpracováno dle Maříka, 2011, s. 295)

|                                                    |
|----------------------------------------------------|
| Čistá operační aktiva (net operating assets - NOA) |
| + Tržní přidaná hodnota (market value added - MVA) |
| = Tržní hodnota operačních aktiv                   |

V prvním kroku vypočítáme hodnotu aktiv (pro vlastníky i věřitele), a poté odečtením cizího kapitálu získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky (Mařík, 2011).

MVA, též hodnota přidaná trhem je současnou hodnotou budoucích EVA. Vztah mezi MVA a EVA vyjadřuje myšlenku, kdy EVA měří úspěch společnosti během minulého roku a MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti (Mařík, 2011, s. 295 - 296).

Stejně jako u metody DCF volíme pro výpočet dvoufázovou metodu. Druhá fáze je počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna, je možné počítat s určitým tempem růstu. Obecný postup výpočtu hodnoty podniku rozepíšeme a získáme následující výraz:

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

kde:  $H_n$  - hodnota vlastního kapitálu podniku (netto hodnota)

$EVA_t$  - EVA v roce  $t$

$NOA_0$  - čistá operační aktiva k datu ocenění

$T$  – počet let explicitně plánovaných EVA

$WACC$  – průměrné vážené náklady kapitálu

$D_0$  - hodnota úročených dluhů k datu ocenění

$A_0$  - ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (Mařík, 2011, s. 297).

## **2 Charakteristika společnosti KASKO - Formy**

Společnost KASKO - Formy je společností s ručením omezeným se sídlem ve Slavkově č. p. 151, Zlínský kraj. Společnost byla založena v roce 2005 a je ryze českou společností bez účasti zahraničního kapitálu. Jejím hlavním zaměřením je vývoj a výroba vstřikovacích forem, montážních a kontrolních přípravků s uplatněním především v automobilovém průmyslu.

Rok 2014 byl pro společnost druhým nejúspěšnějším rokem v historii firmy od jejího založení. Díky rostoucímu prodeji v automobilovém průmyslu společně se zaváděním nových modelů zaznamenali také rekordní tržby za vlastní výroby, které byly v porovnání s předchozím rokem navýšeny o 34 %.

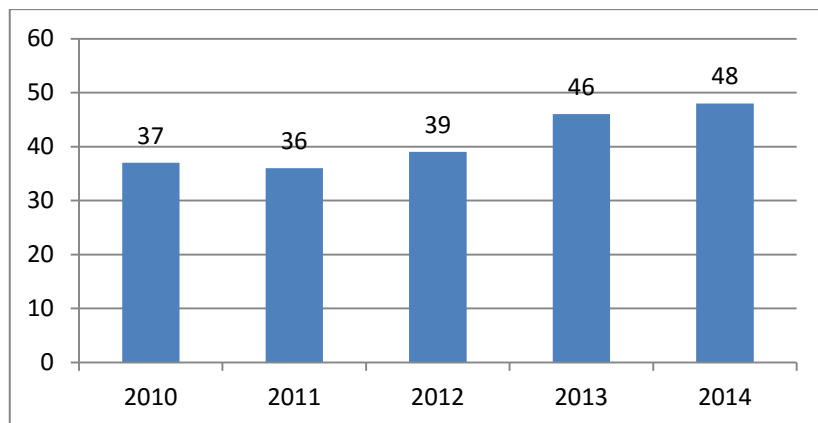
Nedostatek kapacit v průběhu roku dokázala společnost eliminovat výrobou vstřikovacích forem v čínských nástrojárnách, se kterými spolupracuje od roku 2006. Pro malosériovou výrobu vyrábí společnost prototypové duralové formy a nabízí spolupráci při návrzích a vývoji plastových dílů, včetně pevnostních a deformačních analýz.

Značná část investic v loňském roce byla uplatněna na zefektivnění výrobních procesů v oblasti automatizace a robotizace, kde se podařilo firmě navýšit čas provozu strojů a umožnilo to snížit jak výrobní tak i mzdové náklady, jelikož víkendové směny probíhají bez pracovní obsluhy, což je velká výhoda v porovnání s konkurencí.

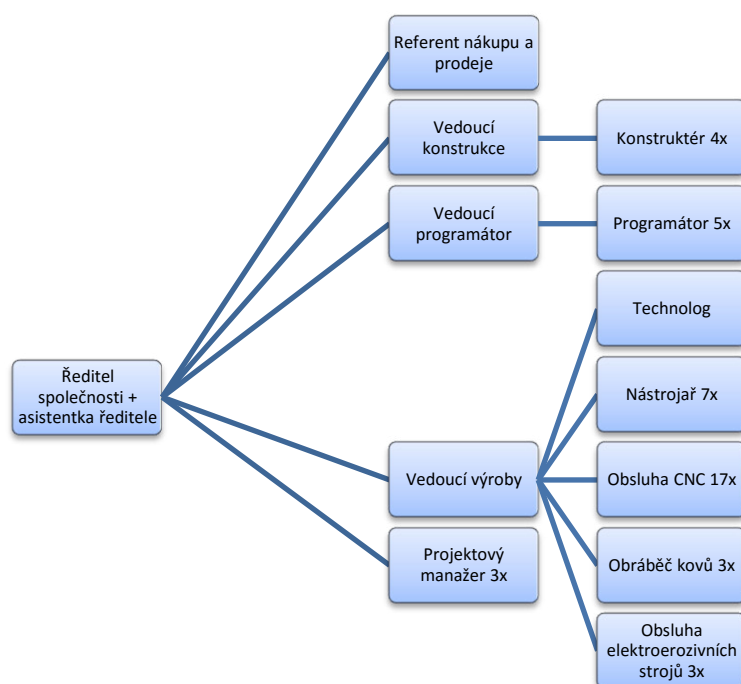
Základní kapitál společnosti je 300 000 Kč. Členové statutárních orgánů jsou tři jednatelé, ti se podílejí na základním kapitálu účetní jednotky stejným podílem, a to každý jednou třetinou základního kapitálu, tedy 100 000 Kč.

## 2.1 Organizační struktura společnosti

Průměrný počet zaměstnanců společnosti v letech 2010 - 2014 je uveden v následujícím grafu, následuje nastínění organizační struktury podniku.



Obr. 8 Průměrný počet zaměstnanců v letech 2010 - 2014 (vlastní zpracování)



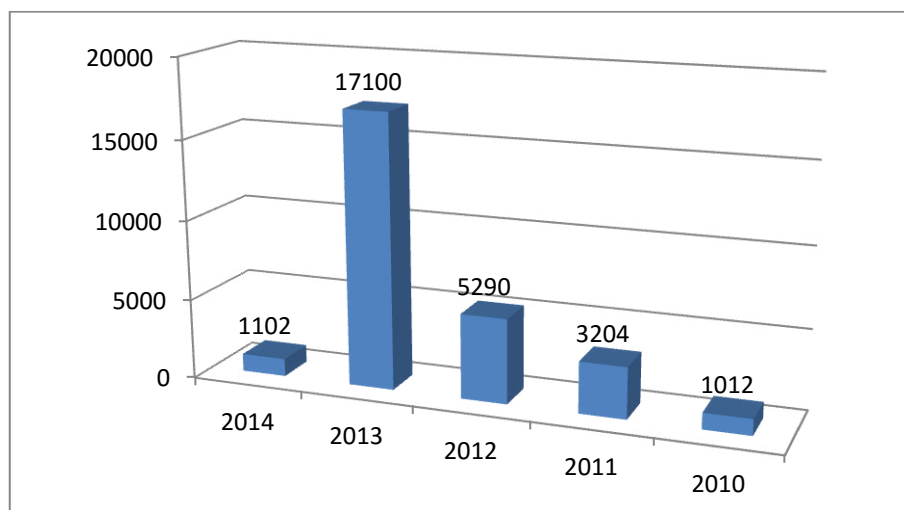
Obr. 9 Organizační struktura společnosti (vlastní zpracování)

### 2.1.1 Vize společnosti

Vizí společnosti je vybudování si pozice spolehlivého dodavatele v segmentu vývoje a výroby forem a nástrojů, zejména v oblasti automobilového průmyslu. Dbají na vysoce kvalifikovaný a odborný personál, využívají nejmodernější technologie a díky tomu chtějí dosahovat vysoké kvality a produktivity práce. Dále vzájemnou spoluprací a součinností s lisovnou plastů, která sídlí ve stejném areálu, chtějí vytvořit silného a spolehlivého partnera jako poskytovatele komplexní vysoce kvalitní a odborné služby od vývoje, výroby forem, lisování platů až po kompletaci a montáž výrobků. K dosažení této vize chtějí využít potenciálu strategické polohy v centru automobilových výrobců a automobilových komponentů ve střední Evropě (Výroční zpráva společnosti).

### 2.1.2 Účel ocenění

Účelem ocenění je stanovení tržní hodnoty podniku v souvislosti s poskytnutím úvěru na renovaci strojního vybavení. Ocenění je provedeno k 31.12.2014 pro vnitřní potřeby managementu.



Obr. 10 Vývoj investic v letech 2014 - 2010 v tis. Kč (vlastní zpracování)



## Strojní vybavení

Přestože společnost investuje do výroby a zefektivnění svých výrobních procesů, tak i nadále disponuje se zastaralými stroji klasického typu.

Tab. 7 Stojní vybavení společnosti k datu ocenění (zdroj: Výroční zpráva společnosti 2014)

| Typ          | Název                                              | Rok výroby  |
|--------------|----------------------------------------------------|-------------|
| cnc          | CNC stroj HSC OPS 600                              | 2004        |
| cnc          | 4-osé vertikální obráběcí centrum Hermle U740      | 2005        |
| cnc          | 5-osé vertikální obráběcí centrum DMU 80 monoBLOCK | 2007        |
| cnc          | Vysokootáčkové elektrovřeteno Sfida                | 2011        |
| cnc          | 3-osé vertikální obráběcí centrum DMC 1035 V       | 2012        |
| elektroeroze | Hloubička GANTRY 400 HSJ FP60                      | 2005        |
| elektroeroze | Hloubička GANTRY 500 HSJ FP60                      | 2005        |
| elektroeroze | Elektroerozivní stroj Fanuc                        | 2007        |
| elektroeroze | Hloubička startovacích otvorů ED24                 | 2012        |
| elektroeroze | Hloubička EXERON EDM 314 MF 20                     | 2013        |
| klasiky      | Univerzální frézovací stroj FN20                   | 2007        |
| klasiky      | Frézovací stroj Digma HSC 500                      | 2013        |
| klasiky      | Bruska BPH 20 NA                                   | 2007        |
| klasiky      | <b>Soustruh SUI32</b>                              | <b>1990</b> |
| klasiky      | Strojní pila                                       | 2005        |
| klasiky      | <b>Hrotová univerzální bruska BU 28</b>            | <b>1982</b> |
| navařování   | Svářečka MW 2200                                   | 2008        |
| navařování   | Laserový mobilní přístroj HTS Mobile               | 2011        |
| seřizování   | Seřizování elektrod EROWA PreSet 2D C              | 2008        |
| seřizování   | Seřizovací stroj UNO 115 Eco                       | 2010        |
| speciál      | Tušírovací lis BV 26E/278                          | 2006        |

### **3 Strategická analýzy podniku**

Strategická analýza je dílčím cílem celé práce, jedná se o klíčovou fázi oceňovacího procesu. Cílem této kapitoly je zhodnocení stavu prostředí, ve kterém se daný podnik vyskytuje, jaké prvky ho ovlivňují. Zaměřím se na analýzu makroprostředí, kde budou zmíněny některé makroekonomické veličiny a jejich vývoj. Následovat bude analýza konkurence, dále bude vymezen relativní trh, jeho analýza a prognóza, a prognóza tržeb a tržního podílu, zakončené zhodnocením vnitřních a vnějších faktorů působících na společnost.

#### **3.1 Analýza makroekonomického okolí**

Analýza makroekonomického okolí se opírá o hodnocení situace v národní ekonomice, má za cíl zhodnotit zda daná ekonomika poskytuje vhodné podmínky pro podnikání či naopak se zde vyskytují značná rizika pro podnikání. Společnost je obklopena několika vnějšími vlivy, vlivy makroprostředí můžeme shrnout do analýzy SLEPT, která dělí tyto vlivy do pěti skupin. Vychází se z popisu minulých a současných dat a zjišťujeme faktory, které mají určitý vliv na fungování firmy.

##### **3.1.1 Ekonomické prostředí**

Mezi hlavní makroekonomické veličiny pro měření výkonnosti ekonomiky státu patří hrubý domácí produkt a inflace, které vycházejí z minulých dat Českého statistického úřadu a jejich predikce z webových stránek Ministerstva financí České republiky.

##### **Hrubý domácí produkt ČR**

Vývoj reálného HDP sleduje ekonomickou výkonnost země, ale také je určujícím faktorem schopnosti podniků vytvářet zisk. Poskytuje obraz o spotřebě

domácností a firem. V následující tabulce je zobrazen přehled vývoje HDP v běžných cenách a meziroční růst za období 2006 - 2014 a jeho predikce pro následující roky 2015 - 2018.

Tab. 8 Vývoj HDP v běžných cenách (zdroj: ČSÚ, Ministerstvo financí ČR)

| Makroekonomické údaje         | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| reálné HDP v mld. Kč          | 3 507 | 3 831 | 4 015 | 3 921 | 3 953 | 4 022 | 4 047 | 4 086 | 4 266 |
| HDP reálné - meziroční růst % | 7,1   | 5,5   | 2,7   | -4,8  | 2,3   | 2     | -0,9  | -0,5  | 2     |

| Makroekonomické údaje         | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| reálné HDP v mld. Kč          | 4 475 | 4 654 | 4 840 | 5 048 |
| HDP reálné - meziroční růst % | 3,9   | 2,5   | 2,3   | 2,3   |

Z tabulky si můžeme povšimnout, že společnost KASKO - Formy začala svoji výrobu v letech, kdy se české ekonomice dařilo, bohužel po pár letech fungování si firma prošla i ekonomickou krizí, z které se dokázala bez větších problémů dostat.

Dle Makroekonomické predikce České republiky z ledna 2015 se očekává výrazné zlepšení růstu české ekonomiky, a to díky růstu domácí poptávky, kdežto zahraniční obchod bude tento růst tlumit. Předpokládá se, že domácí poptávka bude těžit z nižších cen ropy, což by se projevilo i v nákladech firem a v jejím provozním přebytku. Co se týče vlastních zdrojů firem, je predikován růst těchto zdrojů pro financování investičních projektů a je počítáno s omezeným čerpáním cizích zdrojů.

## Inflace

Dalším významným faktorem je inflace, která udává růst cenové hladiny v čase. Inflace se projevuje v cenách vstupů i výstupů každého podniku a je důležité ji sledovat v reakci na zisk firmy. Data do roku 2014 pochází z Českého statistického úřadu a predikované hodnoty z webových stránek Ministerstva financí ČR. V tabulce je cenová hladina vyjádřena implicitním deflátozem HDP.

Tab. 9 Vývoj inflace ČR (zdroj: ČSÚ, Ministerstvo financí ČR)

| Makroekonomické údaje | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Inflace v %           | 0,7  | 3,6  | 2    | 2,7  | -1,5 | -0,2 | 1,4  | 1,4  | 2,5  |

| Makroekonomické údaje | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Inflace v %           | 1    | 1,5  | 1,7  | 2    |

Dle predikce Ministerstva financí lze očekávat vliv nízké inflace, alespoň v blízkých letech, bude ale docházet k postupnému nárůstu hodnot. Je to způsobené hlavně zásahy České národní banky, která se snaží cílit inflaci na požadovanou hodnotu 2 %, které by chtěla dosáhnout v roce 2018.

### 3.1.2 Politické a legislativní prostředí

Mezi nejdůležitější politické faktory působící na daném trhu patří stabilita země, politická nálada, stabilita vlády a podpora obchodu. Politická situace v České republice je v současnosti značně nestabilní, na povrch vyplývají různé politické aféry spojené s korupcí a úplatkářstvím. Mění se politická scéna způsobuje nedůvěru a nejistotu občanů. Tyto změny mají výrazný vliv na daňové zákony, podniky se tak musejí soustředit na jejich změny.

Legislativní faktory ovlivňují celé podnikatelské prostředí, nejvlivnějším činitelem je stát jako zákonodárná instituce. Povinností každé podnikatelské jednotky je dodržování platné legislativy daného státu. Mezi obecně platné právní normy můžeme zařadit Občanský a Obchodní zákoník, Zákoník práce a daňové zákony. Neopomenout bychom neměli i normy související s konkrétním oborem podnikání, v našem případě se jedná o kovoobrábění a výrobu kovových výrobků, kde je důležitá bezpečnost práce a dodržování ekologických norem. Společnosti působící na daném trhu mají odpady a jejich zpracování v souladu s platnou legislativou a nejsou tak výrazným znečišťovatelem životního prostředí.

### **3.1.3 Technologické prostředí**

Společnost KASKO - Formy se zaměřuje na vývoj a výrobu vstřikovacích forem, kde je zapotřebí průběžné zlepšování a udržování technické úrovně strojního vybavení, výrobních a programovacích procesů. Dále společnost nabízí spolupráci při návrzích a vývoji dílů, včetně pevnostních a deformačních analýz, a pro malosériovou výrobu jsou dokonce schopni vyrobit prototypové duralové formy. Z těchto důvodů vynakládá společnost značné investice do nových technologií, výzkumu a vývoje, ale také do obnovy svého majetku.

### **3.1.4 Sociální prostředí**

Ze stránek Českého statistického úřadu lze zjistit analýzu sociálního prostředí. V obci Slavkov dochází v posledním desetiletí k poklesu počtu obyvatel, ke dni 31.12.2014 byl stav obyvatelstva 684 lidí. Průměrný věk obyvatel této obce je 40,7 let. Průměrná mzda ve Zlínském kraji dosahuje 22 648 Kč, mzdy v průmyslu dosahují něco málo vyšších hodnot na úrovni 25 490 Kč. Obecná míra nezaměstnanosti je 4,4 % (hodnoty k datu 30.9.2015).

Všeobecně můžeme říct, že dochází k odlivu obyvatelstva z venkova do větších měst. Pro mladé lidi je atraktivita menších měst malá, a to jak z důvodu kulturního vyžití, tak i z důvodu pracovních příležitostí a výši mezd. Věková skladba obyvatel ani jejich dosažené vzdělání nemají zásadní vliv na podnik. Ve firmě je věnována velká pozornost oblasti lidských zdrojů, pro zkvalitnění úrovně personálu jsou realizována nejrůznější školení a firma využívá finanční podpory v rámci dotačních programů, což je důležité pro stabilní a vysoce kvalifikovaný personál (Výroční zpráva společnosti).

## **3.2 Analýza mikroekonomického okolí**

Cílem této podkapitoly je zhodnocení odvětvového prostředí, ve kterém daná firma podniká a posoudit jeho perspektivu. V našem případě se jedná o odvětví Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení, které je dle klasifikace CZ-NACE označena skupinou 25. Pro rozbor tohoto prostředí bude použit Porterův model pěti konkurenčních sil, dále bude vymezen relevantní trh, a zaměříme se na prognózu tržeb a tržního podílu.

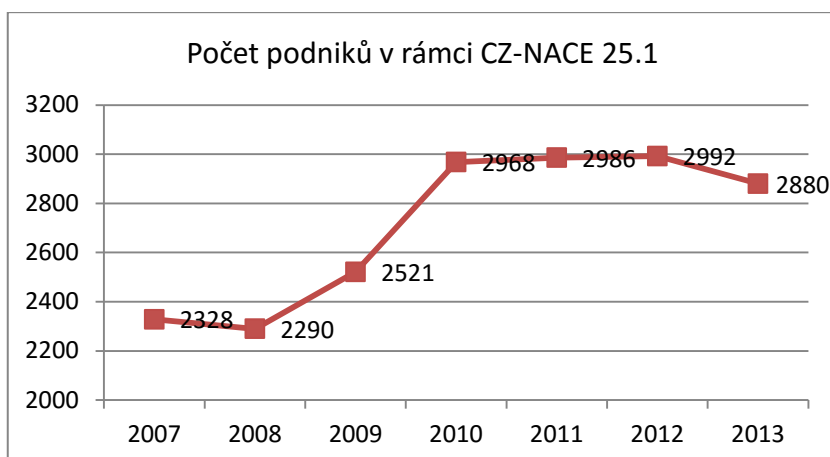
### **3.2.1 Analýza odvětví**

Pro tuto analýzu byl zvolen Porterův model pěti konkurenčních sil, který se skládá z analýzy potenciálních nových konkurentů, současných konkurentů v odvětví, vyjednávací síly odběratelů a dodavatelů, hrozba substitutů.

#### **Potenciální konkurenti**

Jde především o nově vstupující konkurenty do tohoto odvětví, kteří by se museli vypořádat se vstupními náklady, konkurenčním bojem na trhu a museli by přijít do odvětví s nějakým novým potenciálem v podobě konkurenční výhody, přinést nové postupy, procesy či technologie do výroby. Dle panorama českého průmyslu zveřejňovaného ministerstvem průmyslu a obchodu můžeme vidět v následujícím obrázku vývoj daného trhu, kde dle počtu podniků působících na trhu je zřejmá stagnace v tomto odvětví již několik let. K porovnání byla vybrána skupina CZ-NACE 25.1 jako výroba konstrukčních kovových výrobků. Společnost KASKO - Formy může čerpat ze svých dlouholetých zkušeností a případný příchod nového konkurenta by ji neměl vážně ohrozit.

Obr. 11 Počet podniků v rámci CZ-NACE 25.1 za roky 2007 - 2013 (upraveno dle MPO.cz)



### Konkurence v odvětví

Konkurenční tlaky v odvětví jsou mimořádně vysoké, a proto je nezbytné každým rokem naplňovat konkurenceschopné předpoklady k upevnění pozice na trhu. Mezi tyto předpoklady patří především kvalita výrobků a pevný termín dodávky, které jsou považovány za předpoklad perspektivní spolupráce. Konkurenční výhodou společnosti jsou pevné vztahy se zákazníky, zejména s lisovnou platů KASKO spol. s r.o., kterým nabízí spolupráci při návrzích a vývoji dílů.

Mezi lokální konkurenci společnosti, působící na daném trhu, můžeme zařadit akciovou společnost Fimes, se sídlem v Uherském Hradišti. Společnost byla založena v roce 1993 a navázala svou činnost na dvě oddělené provozovny - nástrojárnu a slévárnství, které měly v dané lokalitě již padesátiletou tradici.

Další konkurenti působící na českém trhu, nabízející podobné výrobky a poskytující dané služby jsou společnosti Moltec s.r.o. Brno, Fornas trading s.r.o. Ostava a Fortell s.r.o. se sídlem v Lanškrouně.

Následující tabulka zobrazuje vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby jednotlivých konkurentů za posledních pět let a je doplněna tržním podílem těchto firem. Můžeme si všimnout, že se nejedná o velké podniky, jejich podíl na trhu

nedosahuje ani 0,1 % a není zde zaznamenán výrazný růst tržního podílu. Tržby daných konkurentů mají rostoucí tendenci.

Tab. 10 Vývoj tržeb a tržních podílů konkurentů (zdroj: or.justice.cz)

|                       |                 | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    |
|-----------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| FORNAS trading s.r.o. | Tržby (tis. Kč) | 12 587  | 13 118  | 15 703  | 15 389  | 16 919  |
|                       | Tržní podíl     | 0,005%  | 0,005%  | 0,006%  | 0,005%  | 0,005%  |
| MOLTEC s.r.o.         | Tržby (tis. Kč) | 15 254  | 29 600  | 19 030  | 25 654  | x       |
|                       | Tržní podíl     | 0,006%  | 0,011%  | 0,007%  | 0,009%  | x       |
| FORTELL s.r.o.        | Tržby (tis. Kč) | 174 019 | 179 255 | 181 908 | 204 372 | 232 530 |
|                       | Tržní podíl     | 0,071%  | 0,065%  | 0,064%  | 0,069%  | 0,074%  |
| FIMES a.s.            | Tržby (tis. Kč) | 107 709 | 136 615 | 128 595 | 121 578 | 134 256 |
|                       | Tržní podíl     | 0,044%  | 0,050%  | 0,046%  | 0,041%  | 0,043%  |

### Vyjednávací síla odběratelů

Nároky zákazníků se stále zvyšují, výroba forem, opravy a jejich údržba vyžadují maximální technickou a výrobní flexibilitu a efektivní zlepšování strojního vybavení. V oblasti výroby forem je dosti náročné udržovat konkurenční ceny a dodržovat požadované termíny dodávek stanovené zákazníkem. V tomto nelehkém konkurenčním boji se podařilo společnosti udržet své dosavadní zákazníky. Mezi největší zákazníky patří již zmiňovaná lisovna plastů KASKO spol. s r.o., dále Bosh spol. s r.o. České Budějovice, Hella Autotechnik s.r.o. se sídlem v Mohlenici, Plastika a.s. v Kroměříži a jiné. Společnost získala i nové zákazníky, mezi které řadí např. firmu Brano a.s. Hradec nad Moravicí a Teknia Uherský Brod, a.s. (Výroční zpráva společnosti, 2014).

### Vyjednávací síla dodavatelů

Již od roku 2006 společnost spolupracuje s čínskou nástrojárnou, která v průběhu jednotlivých let dokáže jak eliminovat nedostatečnou kapacitu firmy výrobou vstřikovacích forem, tak snížit cenovou úroveň nabízených služeb. Vlastní výroba je prováděna na CNC obráběcích strojích od výrobců Ingersoll, Exeron,



Hermle, DMG Mori Seiky a Fanuc. Při výběru dodavatelů je zohledněna požadovaná jakost a ochrana životního prostředí, a každý dodavatel může být společností nahraditelný.

### **Substituty**

Hlavní hrozbu v podobě substitutů představuje stávající konkurence při možnosti využití a nákupu know-how či patentů a dosažení konkurenční výhody. Ve velké míře záleží na věrnosti zákazníků, jak je společnost ochotna vyhovět jejich požadavkům, případně jaké dodatečné náklady by to zákazníkovi přineslo při přechodu na jiný substitut. Další možnosti mohou být 3D tiskárny. Ty by se daly využít tam, kde by výroba forem nebyla rentabilní, např. pro malosériovou či kusovou výrobu.

#### **3.2.2 Analýza relevantního trhu**

Cílem analýzy relevantního trhu je stanovit velikost a vývoj trhu, na kterém firma působí. Budeme se zabývat trhem výroby kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení, dle klasifikace CZ-NACE 25. Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků v České republice má s rozvojem a podporou prodeje v automobilovém průmyslu velmi dobré vyhlídky na další rozvoj v náročném konkurenčním prostředí (Panorama zpracovatelského průmyslu, 2014, online).

Největšími zákazníky jsou právě odběratelé z automobilového průmyslu, kde rostoucí prodej v tomto průmyslu společně se zaváděním nových modelů byly předpokladem náplně ve vývoji a výrobě vstřikovacích forem společnosti. Tudíž vývojové zakázky směřovaly především do nových modelů vozů Škoda a Seat (Výroční zpráva společnosti, 2014).

Tab. 11 Vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby v tis. Kč (zdroj: MPO, účetní závěrky společnosti)

| Rok  | Tržby v odvětví | Meziroční růst | Tržby firmy | Meziroční růst |
|------|-----------------|----------------|-------------|----------------|
| 2006 | 251 137 916     | x              | 20 252      | x              |
| 2007 | 280 900 952     | 11,85%         | 28 867      | 42,54%         |
| 2008 | 293 115 383     | 4,35%          | 33 622      | 16,47%         |
| 2009 | 226 471 371     | -22,74%        | 30 984      | -7,85%         |
| 2010 | 245 066 085     | 8,21%          | 37 132      | 19,84%         |
| 2011 | 274 047 095     | 11,83%         | 49 607      | 33,60%         |
| 2012 | 282 095 770     | 2,94%          | 69 694      | 40,49%         |
| 2013 | 297 776 579     | 5,56%          | 68 538      | -1,66%         |
| 2014 | 314 154 290     | 5,50%          | 97 754      | 42,63%         |

Z tabulky je patrný rostoucí trend odvětví, kdy růst tržeb v odvětví se pohybuje od 2,94 % do 11,85 %, výjimkou je rok 2009, kdy díky celosvětové krizi došlo k propadu tržeb skoro o 23 % v odvětví. I když se společnost KASKO - Formy zabývá jak výrobní, tak i prodejní činností, bude dále počítáno s výrobní činností, která ve firmě převládá. Tržby společnosti zaznamenaly propad pouze v letech 2009 ovlivněný krizí a mírný propad v roce 2013, ale jinak v celém sledovaném období tržby výrazně rostly.

### 3.2.3 Tržní podíl společnosti

V následující tabulce je zobrazen vývoj tržeb odvětví (skutečně dosahované hodnoty) a v návaznosti na to vývoj tržního podílu společnosti KASKO - Formy v letech 2006 - 2014. V tomto období dosahovala společnost růstu tržního podílu, v průměru o 19 % (průměrný index změny tržního podílu) a firma upevňuje svoji pozici na trhu.

Tab. 12 Vývoj tržeb odvětví a tržního podílu společnosti (vlastní zpracování)

| v mil. Kč                | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tržby odvětví (skutečné) | 251 138 | 280 901 | 293 115 | 226 471 | 245 066 | 274 047 | 282 096 | 297 777 | 314 154 |
| tempo růstu              |         | 111,85% | 104,35% | 77,26%  | 108,21% | 111,83% | 102,94% | 105,56% | 105,50% |
| Tržní podíl společnosti  | 0,008%  | 0,010%  | 0,011%  | 0,014%  | 0,015%  | 0,018%  | 0,025%  | 0,023%  | 0,031%  |
| index                    |         | 1,27    | 1,12    | 1,19    | 1,11    | 1,19    | 1,36    | 0,93    | 1,35    |

## **4 Finanční analýza**

V této části práce se zaměříme na vypracování analýzy finančního zdraví podniku, která patří k nejdůležitějším nástrojům dlouhodobého finančního řízení a rozhodování podniku. Je důležité rozpoznat současnou finanční situaci podniku jako podklad pro posouzení stávajícího hospodaření podniku a pro identifikaci budoucích rizik plynoucích z jeho fungování.

Použitá vstupní data představují výroční zprávy společnosti KASKO - Formy v období 2010 - 2014. Veškeré údaje potřebné k tomuto zpracování pocházejí z účetních závěrek, které byly ověřeny nezávislým auditorem, jehož výrok byl ve všech případech bez výhrad. Podnik nezveřejňuje samostatný výkaz Cash-Flow, proto jsem v jednotlivých letech sestavila vlastní výkazy pro období 2010 - 2014.

Výsledky získané finanční analýzou nám umožní kvalifikovanější odhad budoucího vývoje finančních veličin a z nich plynoucí rozhodnutí, zda-li je vhodné využití výnosových metod, které pracují s předpokladem neomezeného trvání podniku do budoucna.

### **4.1 Analýza absolutních ukazatelů**

Výchozím bodem finanční analýzy je tzv. horizontální a vertikální rozbor finančních ukazatelů. Horizontální analýza slouží ke srovnání vývoje vybraných absolutních ukazatelů v čase, na ni navazuje vertikální analýza, která se zabývá jen jedním obdobím a zkoumá, jak se na určité globální veličině podílely veličiny dílčí (např. celková bilanční suma).

#### 4.1.1 Analýza rozvahy

Analýzu rozvahy můžeme dělit na analýzu majetku a na analýzu zdrojů financování. Cílem analýzy majetku je zjistit vývoj a složení majetku.

Tab. 13 Horizontální analýza aktiv (vlastní zpracování)

|                             | 9/10           | 10/11          | 11/12         | 12/13         | 13/14          |
|-----------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| AKTIVA CELKEM               | 19,24%         | 78,07%         | 12,49%        | 27,32%        | 18,31%         |
| <b>Dlouhodobý majetek</b>   | <b>-15,60%</b> | <b>-6,51%</b>  | <b>13,79%</b> | <b>86,53%</b> | <b>-16,57%</b> |
| Dlouhodobý nehmotný majetek | -47,06%        | -81,86%        | -20,09%       | -39,66%       | -37,96%        |
| Dlouhodobý hmotný majetek   | -10,23%        | 1,08%          | 14,40%        | 88,12%        | -16,49%        |
| <b>Oběžná aktiva</b>        | <b>45,40%</b>  | <b>112,07%</b> | <b>12,10%</b> | <b>17,05%</b> | <b>27,75%</b>  |
| Zásoby                      | 13,54%         | -15,00%        | 115,93%       | 32,01%        | 44,97%         |
| Krátkodobé pohledávky       | 101,21%        | 621,77%        | -45,13%       | 24,00%        | -14,06%        |
| Krátkodobý finanční majetek | 316,55%        | 183,19%        | 6,81%         | -14,50%       | 27,27%         |

Tab. 14 Vertikální analýza aktiv (vlastní zpracování)

|                             | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AKTIVA CELKEM               | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       |
| <b>Dlouhodobý majetek</b>   | <b>27,99%</b> | <b>14,69%</b> | <b>14,86%</b> | <b>21,78%</b> | <b>15,35%</b> |
| Dlouhodobý nehmotný majetek | 2,56%         | 0,26%         | 0,19%         | 0,09%         | 0,05%         |
| Dlouhodobý hmotný majetek   | 25,43%        | 14,43%        | 14,68%        | 21,69%        | 15,31%        |
| <b>Oběžná aktiva</b>        | <b>71,48%</b> | <b>85,13%</b> | <b>84,84%</b> | <b>78,00%</b> | <b>84,22%</b> |
| Zásoby                      | 46,22%        | 22,06%        | 42,35%        | 43,91%        | 53,80%        |
| Dlouhodobé pohledávky       | 0,00%         | 0,00%         | 0,00%         | 0,00%         | 0,00%         |
| Krátkodobé pohledávky       | 9,29%         | 37,67%        | 18,38%        | 17,90%        | 13,00%        |
| Krátkodobý finanční majetek | 15,97%        | 25,39%        | 24,11%        | 16,19%        | 17,42%        |
| <b>Časové rozlišení</b>     | <b>0,53%</b>  | <b>0,18%</b>  | <b>0,30%</b>  | <b>0,23%</b>  | <b>0,43%</b>  |

Ve sledovaných letech 2010 - 2014 lze vidět postupný nárůst bilanční sumy v rozmezí 12,5 - 27,3 %, s výjimkou roku 2011, kde došlo k nárůstu o 78 %. Tento výkyv byl způsobený nárůstem oběžných aktiv o 112 %, konkrétně tuto položku navyšují krátkodobé pohledávky (poskytnuté zálohy, případně jiné pohledávky).

Ze struktury aktiv bychom mohli vyčíst, že se jedná o společnost kapitálově lehkou, jelikož převažují oběžná aktiva nad dlouhodobým majetkem. Ale není

tomu tak, jelikož společnost využívá k financování leasing, který není zobrazen v účetních výkazech. Majetek společnosti má v průběhu let kolísavou tendenci. Podíl dlouhodobého majetku se pohybuje v rozmezí 14,69 - 27,99 %. Z toho většinou položku dlouhodobých aktiv tvoří dlouhodobý hmotný majetek, konkrétně samostatné movité věci a soubor movitých věcí. Tato položka značně kolísá, největšího nárůstu si můžeme všimnout v roce 2013, kdy bylo investováno do výrobních procesů v oblasti automatizace a robotizace a k nákupu nového vybavení. Dlouhodobý nehmotný majetek tvoří v prvním sledovaném roce 2,56 % a následující roky je tato položka zanedbatelná a klesající. Společnost tento majetek využívá ve formě licence k softwaru a jde o podporující majetek společnosti, nejedná se o hlavní složku. Společnost každoročně investuje značnou část do svého majetku, což se odráží i v odpisech, které v čase rostou (příloha 3).

Ve sledovaných letech 2010 - 2014 dochází k výraznému nárůstu oběžných aktiv, způsobených růstem zprvu krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku, ale od roku 2012 značnou část na tomto nárůstu tvoří převážně zásoby.

Podíl oběžných aktiv se ve sledovaných letech pohybuje v rozmezí 71,48 - 85,13 %. Největší položkou oběžných aktiv jsou zásoby, jejichž podíl na celkových aktivech tvoří v průměru 42 %, pouze v roce 2011 klesl podíl zásob na 22 %. V tomto zmíněném roce vzrostl podíl na krátkodobých pohledávkách na necelých 38 %, v ostatních letech se podíl pohybuje kolem 9,29 - 18,38 %. Krátkodobé pohledávky jsou tvořeny pohledávkami z obchodních vztahů, poskytnutými zálohami, dohadnými účty aktivními a jinými pohledávkami. Krátkodobé poskytnuté zálohy tvoří největší část pohledávek. Dochází ke snížení pohledávek z obchodních vztahů, což může být způsobeno posílením pozice společnosti na trhu, nebo lepší vyjednávací pozicí firmy. Krátkodobý finanční majetek se podílí v průměru 20 % na celkových aktivech. Největší část tvoří účty v bankách, ale

v posledních dvou sledovaných letech společnost drží krátkodobé cenné papíry a podíly. Do ostatních aktiv spadá časové rozlišení, tedy náklady a příjmy příštích období a tento podíl nepřesahuje 0,5 %.

Cílem analýzy zdrojů financování, tedy struktury pasiv, je získání informací, z jakých zdrojů společnost kryje svůj majetek.

Tab. 15 Horizontální analýza pasiv (vlastní zpracování)

|                                      | 9/10          | 10/11         | 11/12         | 12/13         | 13/14         |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| PASIVA CELKEM                        | 19,24%        | 78,07%        | 12,49%        | 27,32%        | 18,31%        |
| <b>Vlastní kapitál</b>               | <b>43,01%</b> | <b>54,47%</b> | <b>91,86%</b> | <b>55,62%</b> | <b>25,89%</b> |
| Výsledek hospodaření minulých let    | 32,65%        | 65,84%        | 71,42%        | 102,94%       | 68,55%        |
| Výsledek hospodaření běžného úč. ob. | 151,74%       | 84,90%        | 152,36%       | 32,25%        | -16,24%       |
| <b>Cizí zdroje</b>                   | <b>13,81%</b> | <b>84,88%</b> | <b>-8,07%</b> | <b>8,75%</b>  | <b>14,21%</b> |
| Dlouhodobé závazky                   | -4,61%        | -11,06%       | -14,16%       | -1,04%        | 7,77%         |
| Krátkodobé závazky                   | 25,32%        | 120,55%       | -5,41%        | 12,51%        | 17,38%        |
| Bankovní úvěry a výpomoci            | -11,42%       | -21,36%       | -32,96%       | -40,89%       | -66,69%       |

Tab. 16 Vertikální analýza pasiv (vlastní zpracování)

|                                      | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| PASIVA                               | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       |
| <b>Vlastní kapitál</b>               | <b>21,98%</b> | <b>19,07%</b> | <b>32,52%</b> | <b>39,75%</b> | <b>42,30%</b> |
| Základní kapitál                     | 0,62%         | 0,35%         | 0,31%         | 0,24%         | 0,21%         |
| Fondy ze zisku                       | 5,34%         | 3,00%         | 2,67%         | 2,09%         | 1,77%         |
| Výsledek hospodaření minulých let    | 8,53%         | 7,95%         | 12,11%        | 19,30%        | 27,50%        |
| Výsledek hospodaření běžného úč. ob. | 7,48%         | 7,77%         | 17,43%        | 18,11%        | 12,82%        |
| <b>Cizí zdroje</b>                   | <b>77,90%</b> | <b>80,88%</b> | <b>66,10%</b> | <b>56,46%</b> | <b>54,50%</b> |
| Dlouhodobé závazky                   | 3,39%         | 1,69%         | 1,29%         | 1,00%         | 0,92%         |
| Krátkodobé závazky                   | 58,07%        | 71,92%        | 60,48%        | 53,44%        | 53,02%        |
| Bankovní úvěry a výpomoci            | 16,44%        | 7,26%         | 4,33%         | 2,01%         | 0,57%         |
| <b>Časové rozlišení</b>              | <b>0,12%</b>  | <b>0,06%</b>  | <b>1,38%</b>  | <b>3,79%</b>  | <b>3,20%</b>  |

Vlastní kapitál ve sledovaném období 2010 - 2014 neustále narůstá, tento nárůst se pohybuje v rozmezí 26 - 55 % s výjimkou roku 2012, kde jsme zaznamenali až 92% nárůst způsobený nárůstem výsledku hospodaření jak minulých let, tak i běžného období. Můžeme tak říci, že společnost nevyplácí dividendy ze zisku, nedochází ke změně základního kapitálu, ani fondy ze zisku se nemění. Dochá-

zí taktéž k postupnému nárůstu cizích zdrojů, způsobených převážně růstem krátkodobých závazků, hlavně přijatých záloh. Výše podílu přijatých záloh je v porovnání s konkurencí na mírně vyšší úrovni. Bankovní úvěry a výpomoci postupně klesají.

Výsledky vertikální analýzy pasiv nám ukazují, že převažují cizí zdroje financování. Na začátku sledovaného období je poměr cizích a vlastních zdrojů 78 % ku 22 %. Tento poměr se v průběhu let snižuje až na 55 % cizích zdrojů a 42 % vlastním zdrojů, zbylé 3 % tvoří časové rozlišení, převážně výnosy příštích období. Cizí zdroje jsou tvořeny dlouhodobými a krátkodobými závazky, bankovními úvěry a výpomoci. Společnost nevytváří rezervy. Podíl dlouhodobých závazků v průběhu sledovaného období klesá z 3,39 % až na 0,9 % a je reprezentován odloženým daňovým závazkem, což by měl být rozdíl mezi účetními a daňovými odpisy. Krátkodobé závazky jsou největší položkou cizích zdrojů, tvoří je především krátkodobé přijaté zálohy, v průměru kolem 50 % celkových pasiv. Jedná se o značně vysokou položku, ale jelikož jde o budoucí výnosy v podobě zálohových plateb zákazníků, odvislé od spotřeby v daném okamžiku, nelze je příliš hodnotit. Další značnou položkou tvořící krátkodobé závazky jsou závazky z obchodních vztahů, které postupně narůstají a jejich podíl se pohybuje kolem zhruba 4 - 7 %. Bankovní úvěry jsou průběžně spláceny, jejich podíl klesá a společnost nepřijímá nové úvěry.

Jak již bylo řečeno podíl vlastního kapitálu se zvyšuje z 21,98 % až na 42,30 % celkových pasiv. Největší význam tohoto nárůstu vlastního kapitálu má za následek nerozdělený zisk minulých let s podílem 7,95 - 27,50 %. A nezanedbatelnou část tvoří výsledek hospodaření běžného období v rozmezí 7,48 - 18,11 %.

#### 4.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Nejprve bude zpracována horizontální analýza výkazu zisku a ztráty, následně vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.

Tab. 17 Horizontální analýza VZZ (vlastní zpracování)

|                                              | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           |
|----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Výnosy celkem</b>                         | <b>-7,17%</b>  | <b>8,96%</b>   | <b>67,70%</b>  | <b>44,50%</b>  | <b>-0,96%</b>  |
| Tržby za prodej zboží                        | -12,55%        | -40,31%        | 140,93%        | 98,98%         | -49,67%        |
| <b>Obchodní marže</b>                        | <b>-21,29%</b> | <b>-30,45%</b> | <b>109,71%</b> | <b>154,82%</b> | <b>-64,76%</b> |
| Výkony                                       | -5,56%         | 24,56%         | 59,75%         | 28,07%         | 24,47%         |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb   | 19,84%         | 33,60%         | 40,49%         | -1,66%         | 42,63%         |
| Výkonová spotřeba                            | -27,64%        | 13,78%         | 89,50%         | 49,97%         | 29,75%         |
| <b>Přidaná hodnota</b>                       | <b>14,09%</b>  | <b>22,51%</b>  | <b>45,90%</b>  | <b>27,77%</b>  | <b>-5,20%</b>  |
| Osobní náklady                               | 3,42%          | 4,13%          | 15,80%         | 7,64%          | 10,85%         |
| Odpisy dlouhodobého majetku                  | 4,19%          | 5,93%          | -4,41%         | 31,62%         | 18,53%         |
| <b>Provozní výsledek hospodaření</b>         | <b>94,59%</b>  | <b>88,41%</b>  | <b>125,49%</b> | <b>47,40%</b>  | <b>-20,36%</b> |
| <b>Finanční výsledek hospodaření</b>         | <b>-16,82%</b> | <b>85,92%</b>  | <b>-41,55%</b> | <b>476,58%</b> | <b>-41,60%</b> |
| <b>Výsledek hospodaření za účetní období</b> | <b>151,74%</b> | <b>84,90%</b>  | <b>152,36%</b> | <b>32,25%</b>  | <b>-16,24%</b> |
| <b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>    | <b>134,35%</b> | <b>88,73%</b>  | <b>146,33%</b> | <b>34,69%</b>  | <b>-17,67%</b> |

Tab. 18 Vertikální analýza VZZ (vlastní zpracování)

|                                              | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           |
|----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Výnosy celkem</b>                         | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> |
| Tržby za prodej zboží                        | 29,23%         | 16,01%         | 23,01%         | 31,68%         | 16,10%         |
| <b>Obchodní marže</b>                        | <b>7,69%</b>   | <b>4,91%</b>   | <b>6,14%</b>   | <b>10,83%</b>  | <b>3,85%</b>   |
| Výkony                                       | 68,35%         | 78,14%         | 74,43%         | 65,97%         | 82,91%         |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb   | 66,51%         | 81,55%         | 68,32%         | 46,50%         | 66,96%         |
| Výkonová spotřeba                            | 30,65%         | 32,01%         | 36,17%         | 37,54%         | 49,18%         |
| <b>Přidaná hodnota</b>                       | <b>45,39%</b>  | <b>51,04%</b>  | <b>44,41%</b>  | <b>39,26%</b>  | <b>37,58%</b>  |
| Osobní náklady                               | 31,07%         | 29,70%         | 20,51%         | 15,28%         | 17,10%         |
| Odpisy dlouhodobého majetku                  | 6,28%          | 6,11%          | 3,48%          | 3,17%          | 3,79%          |
| <b>Provozní výsledek hospodaření</b>         | <b>8,82%</b>   | <b>15,26%</b>  | <b>20,52%</b>  | <b>20,93%</b>  | <b>16,83%</b>  |
| <b>Finanční výsledek hospodaření</b>         | <b>-0,99%</b>  | <b>-1,69%</b>  | <b>-0,59%</b>  | <b>-2,35%</b>  | <b>-1,39%</b>  |
| <b>Výsledek hospodaření za účetní období</b> | <b>6,47%</b>   | <b>10,97%</b>  | <b>16,51%</b>  | <b>15,11%</b>  | <b>12,78%</b>  |
| <b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>    | <b>7,83%</b>   | <b>13,57%</b>  | <b>19,93%</b>  | <b>18,58%</b>  | <b>15,44%</b>  |



Při pohledu na vertikální analýzu výkazu zisku a ztrát můžeme pozorovat, že největší část celkových výnosů zastávají tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, v průměru jde zhruba o 66 %. Tržby za prodej zboží se podílejí na celkových výnosech v rozmezí 16 - 31,68 %. Můžeme tvrdit, že se jedná o společnost výrobního charakteru. Podíl vynaložených nákladů na prodané zboží se pohybuje v rozmezí 11 - 21,5 %. Podíl odpisů dlouhodobého majetku tvoří v průměru 4,5 % a zanedbatelný je i podíl nákladových úroků.

V meziročním srovnání vyjadřují tržby za prodej zboží rozkolísaný trend, v prvních letech sledovaného období tržby klesají, od roku 2012 diametrálně rostou a v posledním sledovaném roce tržby opět klesly na polovinu roku předcházejícího. Náklady na prodané zboží mají stejnou tendenci růstu a poklesu. Ve sledovaném období 2010 - 2014 nám výkony neustále rostou o 24,5 - 60 %. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb mají růstovou tendenci s výjimkou roku 2013, kdy došlo k mírnému poklesu tržeb. Výkonová spotřeba má také rostoucí trend. Nákladové úroky se za celé sledované období snižují až na minimum. Kdežto odpisy jako interní zdroj financování mají rostoucí tendenci, což je způsobeno pravidelnou obnovou dlouhodobého majetku. Osobní i mzdové náklady nám neustále rostou, důvodem je zvyšování počtu zaměstnanců. V posledním sledovaném roce došlo k výraznému poklesu obchodní marže, což mělo dopad i na výsledek hospodaření, který poklesl o 17 %. Taktéž přidaná hodnota v roce 2014 poklesla o 5 %, kdežto v předešlých letech rostla. Tento trend zaznamenal i provozní výsledek hospodaření, kdy ve všech sledovaných letech výrazně rostl, ale v roce 2014 dochází k poklesu o 20 %.

## 4.2 Analýza poměrových ukazatelů

Ve finanční analýze patří za nejpoužívanější metodu právě analýza poměrových ukazatelů, která zachycuje vzájemné vztahy mezi dvěma a více absolutními ukazateli z účetních výkazů. V rámci této podkapitoly se budeme zajímat o vybrané poměrové ukazatele, jako ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti, doplněné o produktivitu práce. Nakonec uvedeme i souhrnné indexy hodnocení.

### 4.2.1 Ukazatele likvidity

Jak již název napovídá, ukazatel likvidity nám dává informace o způsobilosti podniku dostát svým závazkům, tedy jakou má podnik platební schopnost.

Tab. 19 Ukazatele platební schopnosti (vlastní zpracování)

| <b>Ukazatele likvidity</b> | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Běžná likvidita            | 1,231 | 1,184 | 1,403 | 1,459 | 1,588 |
| Pohotová likvidita         | 0,435 | 0,877 | 0,703 | 0,638 | 0,574 |
| Okamžitá likvidita         | 0,275 | 0,353 | 0,399 | 0,303 | 0,329 |

Běžná likvidita vykazuje rostoucí tendenci, ale pouze v posledním sledovaném roce dosahuje doporučených hodnot (1,5 - 2,5). Společnost až v roce 2014 dosáhla uspokojivého výsledku a je schopna uspokojit věřitele, pokud by měla přeměnit všechny oběžná aktiva na hotovost.

Pohotová likvidita má zprvu rostoucí tendenci, kdy postupně dosahuje doporučených hodnot (0,7 - 1,2), následně je zaznamenán pokles těchto hodnot. Nejvyšší hodnoty získala společnost v roce 2011, kdy se výrazným způsobem zvýšili krátkodobé pohledávky a peníze na účtu v bankách. Společnost by se mohla začít obávat, že nedosáhne schopnosti dostát svým závazkům po vyloučení zásob, bude-li tento klesající trend pokračovat.

Hodnoty okamžité likvidity se pohybují v doporučených hodnotách po celou dobu sledování (0,2 - 0,5) a zaznamenávají rostoucí trend. Pokles nastal pouze v

roce 2013, kdy se snížil objem peněz na účtech, ale za to společnost investovala do krátkodobých cenných papírů, a v následujícím roce je vidět větší nárůst krátkodobého finančního majetku než nárůst krátkodobých závazků.

#### 4.2.2 Ukazatele rentability

V této podkapitole se zabýváme rentabilitou celkových aktiv, rentabilitou vlastního kapitálu a rentabilitou tržeb vypočtenou dvěma metodami.

Tab. 20 Ukazatele rentability (vlastní zpracování)

| <b>Ukazatele rentability</b>         | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ROA - rentabilita celkových aktiv    | 0,075       | 0,078       | 0,174       | 0,181       | 0,128       |
| ROE - rentabilita vlastního kapitálu | 0,340       | 0,408       | 0,536       | 0,456       | 0,303       |
| ROS - rentabilita tržeb z EAT        | 0,068       | 0,112       | 0,181       | 0,193       | 0,154       |
| ROS - rentabilita tržeb z EBIT       | 0,084       | 0,140       | 0,219       | 0,238       | 0,186       |

U všech ukazatelů rentability můžeme vypořádat rostoucí trend až na rok 2014, kdy dochází u všech hodnot k poklesu oproti roku předcházejícímu. Všechny hodnoty těchto ukazatelů převyšují hodnoty oborového průměru (výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, strojů a zařízení). Ukazatele rentability vyjadřují výnosnost, tedy měří schopnost společnosti vytvářet nové zisky, obecně platí, čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je lepší.

Ukazatele rentability celkových aktiv dosahují zprvu nízkých hodnot, ale dochází k jejich značnému růstu, hodnoty se pohybují v rozmezí 7,5 - 18,1 %. V porovnání s oborovými průměry, kde se tyto hodnoty pohybují mezi 6,8 - 9 %, je na tom společnost až dvojnásobně lépe.

Rovněž i hodnoty ukazatele rentability vlastního kapitálu převyšují hodnoty oborového průměru, které ve sledovaném období 2010 - 2014 dosahují hodnot 14,9 - 20,5 %. Nejmenší rozdíl nastal v posledním sledovaném roce, kdy se hodnoty ROE přibližují oborovým hodnotám, ale stále je tato podniková hodnota vyšší. Jestliže porovnáme hodnoty ukazatelů ROA a ROE, zjistíme, že hodnoty

ROE jsou vyšší než hodnoty ROA, tudíž podnik efektivně využívá cizích zdrojů, tedy výnosnost kapitálu je vyšší než výnosnost aktiv.

V případě rentability tržeb v obou případech je znatelný náskok oproti oborovým průměrům, kde tyto konkurenční hodnoty rostou v rozmezí 5,6 - 7 %. Tento ukazatel rentability nám značí, že společnost dosahuje nižších nákladů na jednu korunu tržeb oproti konkurenci.

#### 4.2.3 Ukazatele aktivity

Rozborem ukazatelů aktivity dokážeme vysvětlit, kolikrát se majetek obrátí v tržbách společnosti, případně za jak dlouhou dobu. Dokážeme vysvětlit jak hospodaříme s jednotlivými složkami aktiv a pasiv a jak má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu společnosti.

Tab. 21 Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)

| <b>Ukazatele aktivity</b> | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Obrat aktiv               | 1,108   | 0,691   | 0,964   | 0,937   | 0,833   |
| Obrat zásob               | 2,398   | 3,132   | 2,277   | 2,134   | 1,549   |
| Doba obratu aktiv         | 324,87  | 521,01  | 373,35  | 384,29  | 432,09  |
| Doba obratu zásob         | 150,15  | 114,94  | 158,10  | 168,73  | 232,47  |
| Doba obratu pohledávek    | 30,19   | 196,27  | 68,60   | 68,77   | 56,17   |
| Doba obratu závazků       | 188,65  | 374,72  | 225,79  | 205,37  | 229,09  |
| Obchodní deficit          | -158,45 | -178,45 | -157,18 | -136,60 | -172,92 |

Obrat aktiv se pohybuje pod doporučenými hodnotami, tudíž společnost nevyužívá efektivně celková aktiva k tvorbě tržeb. I doba obratu aktiv je značně vysoká, v průměru převyšující jeden rok, kdy společnost váže nadměrné množství majetku, než je spotřebován. Doba obratu zásob nám v posledním sledovaném roce nepříjemně vzrostla na dobu delší jak půl roku, oproti tomu doba inkasa pohledávek spíše klesá, což je vnímáno jako pozitivní vliv. Doba splatnosti krátkodobých závazků má spíše kolísavý charakter, ovlivněné především výší přijatých záloh. Tato doba splatnosti převyšuje dobu inkasa pohledávek, což

můžeme hodnotit pozitivně, a z čehož plyne, že podnik má silnou vyjednávací pozici.

#### 4.2.4 Ukazatele zadluženosti

Celková zadluženost firmy nám ukazuje míru krytí firemního majetku cizími zdroji, vyšší hodnoty mohou být rizikem pro věřitele. Opakem je pak koeficient samofinancování, který udává, do jaké míry je firma schopna pokrýt své potřeby z vlastních zdrojů.

Tab. 22 Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování)

| <b>Ukazatele zadluženosti</b> | 2010  | 2011   | 2012   | 2013   | 2014     |
|-------------------------------|-------|--------|--------|--------|----------|
| Celková zadluženost           | 0,779 | 0,809  | 0,661  | 0,565  | 0,545    |
| Koeficient samofinancování    | 0,220 | 0,191  | 0,325  | 0,398  | 0,423    |
| Úrokové krytí I.              | 43,22 | 114,60 | 354,78 | 857,03 | 1 293,16 |

Celková zadluženost vykazuje ve sledovaném období 2010 - 2014 spíše klesající trend, ale i přesto je majetek společnosti kryt převážně cizími zdroji. V posledních letech společnost začíná více využívat financování pomocí vlastních zdrojů, což poukazuje na zlepšení finanční stability podniku. Společnost vykazuje velmi vysoké hodnoty úrokového krytí, zisk převyšuje náklady v podobě zaplacených úroků, a tudíž se může jednat o dobrý signál pro budoucí věřitele.

#### 4.2.5 Ukazatele produktivity práce

Produktivita práce měřena z přidané hodnoty zachycuje výkonnost společnosti ve vztahu k mzdovým nákladům na zaměstnance. Produktivita práce měřená z tržeb udává, jak vysoké byly tržby na zaměstnance za rok.

Tab. 23 Ukazatele produktivity práce v tis. Kč (vlastní zpracování)

| <b>Ukazatel produktivity práce</b> | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PP z přidané hodnoty               | 685    | 862    | 1 162  | 1 258  | 1 143  |
| PP z tržeb                         | 1 445  | 1 649  | 2 389  | 2 505  | 2 526  |
| Roční průměrná mzda                | 329    | 350    | 374    | 339    | 352    |
| Měsíční průměrná mzda              | 27,437 | 29,162 | 31,184 | 28,214 | 29,300 |
| Počet pracovníků                   | 37     | 36     | 39     | 46     | 48     |

Produktivita práce z přidané hodnoty má spíše rostoucí tendenci, k mírnému poklesu došlo v posledním sledovaném roce, a to z důvodu poklesu přidané hodnoty. Výkonnost podniku vztažená k nákladům na jednoho zaměstnance nám vyjadřuje i produktivita práce z tržeb, kde je zaznamenán růst ve všech sledovaných letech. Průměrná měsíční mzda zaměstnanců společnosti KASKO - Formy převyšuje průměrnou mzdu zlínského kraje i průměrnou mzdu zpracovatelského průmyslu (viz hodnoty strategické analýzy).

#### 4.2.6 Souhrnné indexy hodnocení

Chceme-li zhodnotit finanční situaci podniku pouze na základě výsledků poměrových ukazatelů, dostaneme se k závěru, že v některých oblastech vykazuje podnik pozitivních výsledků, v jiných oblastech může dosahovat negativních výsledků. Jestliže závěr finanční analýzy pro potřeby ocenění by byl nejednoznačný a nebylo by možné počítat s jeho dlouhodobou existencí, bylo by vhodné se zaměřit na zjištění likvidační hodnoty. Až v případě pozitivních vyhlídek společnosti na další rozvoj by byla splněna podmínka využití výnosových metod oceňování (Mařík, 2011, s. 109).

#### Altmanovo Z-score

$$Z - score = 0,717 * \frac{\check{CPK}}{A} + 0,847 * \frac{NZ}{A} + 3,107 * \frac{EBIT}{A} + 0,42 * \frac{VK}{CZ} + 0,998 * \frac{T}{A}$$

kde:  $\frac{\check{CPK}}{A}$  - poměr čistého pracovního kapitálu a celkových aktiv,

$\frac{NZ}{A}$  - poměr nerozděleného zisku a celkových aktiv,

$\frac{EBIT}{A}$  - poměr provozního výsledku hospodaření a celkových aktiv,

$\frac{VK}{CZ}$  - poměr vlastního kapitálu a celkových závazků,

$\frac{T}{A}$  - poměr tržeb a celkových aktiv (Altman, 2000).

Tab. 24 Altmanův index finančního zdraví (vlastní zpracování)

|          | 2010         |         | 2011         |         | 2012         |         | 2013         |         | 2014         |         |
|----------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|
| Ukazatel | abs.         | rel.    | abs.         | rel.    | abs.         | rel.    | abs.         | rel.    | abs.         | rel.    |
| ČPK/A    | 0,137        | 5,74%   | 0,133        | 7,42%   | 0,233        | 7,90%   | 0,210        | 6,48%   | 0,284        | 9,62%   |
| NZ/A     | 0,085        | 4,22%   | 0,079        | 5,23%   | 0,121        | 4,86%   | 0,193        | 7,04%   | 0,275        | 10,99%  |
| EBIT/A   | 0,102        | 18,53%  | 0,108        | 26,09%  | 0,217        | 31,88%  | 0,251        | 33,53%  | 0,169        | 24,76%  |
| VK/CZ    | 0,282        | 6,92%   | 0,236        | 7,69%   | 0,492        | 9,79%   | 0,704        | 12,73%  | 0,776        | 15,38%  |
| T/A      | 1,108        | 64,58%  | 0,691        | 53,57%  | 0,964        | 45,57%  | 0,937        | 40,23%  | 0,833        | 39,25%  |
| Z-score  | <b>1,712</b> | 100,00% | <b>1,287</b> | 100,00% | <b>2,112</b> | 100,00% | <b>2,324</b> | 100,00% | <b>2,119</b> | 100,00% |

Ve sledovaném období se společnost nachází v tzv. šedé zóně ( $1,21 < Z$  faktor  $< 2,9$ ), vykazuje však rostoucí trend. Bohužel v této zóně se vyskytuje mnoho českých firem a nelze jednoznačně určit ohrožení společnosti. Jestliže by faktor klesl pod hranici 1,21 (této hodnoty podnik nedosáhl, ale přiblížil se k ní v roce 2011), firma by byla ohrožena vážnými finančními problémy.

Tento model vznikl v jiném prostředí a proto je jej nutné brát se značnou rezervou, v českých podnicích je vhodnější využít model IN05.

#### Index 05

$$IN05 = 0,13 * \frac{A}{CZ} + 0,04 * \frac{EBIT}{NÚ} + 3,97 * \frac{EBIT}{A} + 0,21 * \frac{V}{A} + 0,09 * \frac{OA}{KD}$$

kde:  $\frac{A}{CZ}$  - poměr cizích zdrojů a celkových aktiv,

$\frac{EBIT}{NÚ}$  - poměr zisku před zdaněním a nákladovými úroky k nákladovým úrokům,

$\frac{EBIT}{A}$  - poměr zisku před zdaněním a nákladovými úroky k aktivům,

$\frac{V}{A}$  - poměr celkových výnosů a celkových aktiv,

$\frac{OA}{KD}$  - poměr oběžných aktiv a součtu kr. závazků a kr. bankovních úvěrů

(Neumaier, Neumaierová, 2005, s. 143 - 145).

Tab. 25 Index IN05 (vlastní zpracování)

|          | 2010         |         | 2011         |         | 2012         |         | 2013         |         | 2014         |         |
|----------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|
| Ukazatel | abs.         | rel.    | abs.         | rel.    | abs.         | rel.    | abs.         | rel.    | abs.         | rel.    |
| A/CZ     | 1,284        | 13,00%  | 1,236        | 13,28%  | 1,513        | 11,23%  | 1,771        | 11,99%  | 1,835        | 15,01%  |
| EBIT/NÚ  | 9,000        | 28,04%  | 9,000        | 29,73%  | 9,000        | 20,55%  | 9,000        | 18,74%  | 9,000        | 22,65%  |
| EBIT/A   | 0,102        | 31,58%  | 0,108        | 35,44%  | 0,217        | 49,09%  | 0,251        | 51,83%  | 0,169        | 42,17%  |
| V/A      | 1,148        | 18,77%  | 0,735        | 12,75%  | 0,995        | 11,92%  | 0,970        | 10,61%  | 0,846        | 11,18%  |
| OA/KD    | 1,229        | 8,61%   | 1,184        | 8,80%   | 1,403        | 7,21%   | 1,459        | 6,84%   | 1,588        | 8,99%   |
| IN 05    | <b>1,284</b> | 100,00% | <b>1,211</b> | 100,00% | <b>1,752</b> | 100,00% | <b>1,921</b> | 100,00% | <b>1,589</b> | 100,00% |

Tento model je kombinací bankrotního a bonitního modelu a je aktualizací modelu IN01 Inky a Ivana Neumaierových dle dat průmyslových podniků z roku 2004. Při použití tohoto modelu byly hodnoty ukazatele EBIT/NÚ ve všech letech vyšší než 9, proto byly na doporučení autorů nahrazeny touto hodnotou.

V letech 2010 a 2011 se podnik pohybuje v tzv. šedé zóně ( $0,9 < IN05 < 1,6$ ), následující dva roky podnik tvoří hodnotu pro vlastníky, ale v roce 2014 hodnota indexu klesá a dosahuje hraničních hodnot šedé zóny. Podle slov autorů můžeme výsledky tohoto indexu hodnotit pozitivně (Neumaier, Neumaierová, 2005, s. 143 - 145): *"Pokud se hodnota indexu pro daný podnik dostane pod spodní hranici, podnik s 97% pravděpodobností spěje k bankrotu a ze 76 % nebude tvořit hodnotu. Podnik v šedé zóně bude mít prakticky 50% pravděpodobnost bankrotu a ze 70 % bude tvořit hodnotu. Podniky nad horní hranicí budou mít 92% pravděpodobnost, že nezbankrotují a z 95 % tvoří hodnotu."*

### Index bankrotu

$$IB = -11,8356 * (X_1 + 0,9306)^{-0,4949} + 9,9934 * (X_2 + 1,1965)^{-1,4560} + 10,9205 * (X_3)^{0,0765}$$

kde:  $X_1$  - obrat celkových aktiv,

$X_2$  - podíl tzv. quick assets (rozdíl oběžných aktiv a zásob) a tržeb,

$X_3$  - hodnota celkových aktiv [CZK].



Tab. 26 Index bankrotu (vlastní zpracování)

|    | 2010   |         | 2011   |         | 2012   |         | 2013   |         | 2014   |         |
|----|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|    | abs.   | rel.    | abs.   | rel.    | abs.   | rel.    | abs.   | rel.    | abs.   | rel.    |
| X1 | -8,319 | -36,86% | -9,317 | -46,36% | -8,626 | -38,29% | -8,689 | -37,28% | -8,938 | -38,20% |
| X2 | 5,970  | 26,45%  | 3,371  | 16,78%  | 4,875  | 21,64%  | 5,228  | 22,43%  | 5,222  | 22,32%  |
| X3 | 24,918 | 110,41% | 26,043 | 129,59% | 26,278 | 116,65% | 26,768 | 114,85% | 27,115 | 115,88% |
| IB | 22,569 | 100,00% | 20,097 | 100,00% | 22,528 | 100,00% | 23,308 | 100,00% | 23,400 | 100,00% |

Pro vyhodnocení podniku jsme použili původní podobu modelu dle autorů Karas, Režňáková, 2013 (pro CZK hodnoty), kdy byl model vyvinut pro podniky zpracovatelského průmyslu v České republice dle dat z let 2008 - 2010.

Podnik bychom měli hodnotit dle tohoto modelu jako bankrotní, protože index IB je menší než 23,826. Jelikož však model nepočítá s šedou zónou, mají hodnoty roku 2013 a 2014 nižší vypovídací schopnost, jde o hraniční hodnoty, tudíž nemůžeme s jistotou říci, že by byl podnik vážně ohrožen.

### 4.3 Zhodnocení finanční analýzy

Majetek společnosti v průběhu let kolísá. Ve struktuře aktiv převládají oběžná aktiva nad dlouhodobým majetkem v poměru 72:28 a poměr se zvyšuje až na 85:15. Největší položku dlouhodobých aktiv tvoří dlouhodobý hmotný majetek, reprezentován samostatnými movitými věci, které jsou v průběhu let postupně obnovovány. V roce 2013 došlo k významné investici do výrobních procesů a k nákupu nového vybavení. Oběžná aktiva mají největší zastoupení v zásobách, jejichž podíl na celkových aktivech společnosti tvoří v průměru 42 %, pouze v roce 2011 je zaznamenán pokles zásob, kdy naopak podíl krátkodobých pohledávek vzrostl na necelých 38 %. V průměru tvoří krátkodobé pohledávky podíl kolem 15 % a dochází ke snižování pohledávek z obchodních vztahů, což může znamenat lepší vyjednávací sílu firmy a posílení pozice firmy na trhu. Největší část krátkodobého finančního majetku tvoří účty v bankách a od roku 2013 drží společnost krátkodobé cenné papíry a podíly. Z pohledu odvětví vy-

kazují také konkurenční firmy vysoký stav zásob, převážně v podobě nedokončeného majetku.

Společnost kryje svůj majetek převážně z cizích zdrojů, ale postupně dochází k nárůstu vlastního kapitálu. V začátku sledovaného období byl poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů 20 : 80 a v posledních letech se poměr snižuje na necelých 45 : 55. Dochází k postupnému nárůstu výsledku hospodaření. Cizí zdroje financování jsou tvořeny dlouhodobými a krátkodobými závazky, bankovními úvěry a výpomocí. Největší část tvoří krátkodobé závazky v podobě krátkodobých přijatých záloh. Podíl těchto záloh se pohybuje v průměru kolem 50 % na celkových pasivech, ale jelikož se jedná o budoucí výnosy v podobě zálohových plateb zákazníků, které jsou odvislé od momentální spotřeby, nemůžeme je příliš hodnotit. Krátkodobé závazky z obchodních vztahů ve sledovaném období výrazně vzrostly ze 3 milionů Kč na 10 milionů Kč. Bankovní úvěry jsou průběžně spláceny a nové úvěry společnost neuvažuje.

Z výkazu zisku a ztráty můžeme tvrdit, že se jedná o společnost výrobního charakteru, jelikož tržby za prodej vlastních výrobků a služeb se podílí v průměru 66 % na celkových výnosech. V meziročním srovnání mají odpisy rostoucí tendenci, což je způsobeno pravidelnou obnovou dlouhodobého majetku. Nejvyšší nárůst odpisů je v roce 2013, kdy došlo k již zmíněným investicím. Osobní a mzdové náklady nám v průběhu let rostou, důvodem je zvyšování počtu zaměstnanců. V posledním sledovaném roce 2014 došlo k propadu obchodní marže, což mělo nepříjemný dopad i na výsledek hospodaření, který poklesl o 17 %.

Z výsledků analýzy poměrových ukazatelů vyplývá, že v porovnání s oborovými průměry Ministerstva průmyslu a obchodu je na tom společnost KASKO - Formy poměrně dobře. Co se týče likvidity, pokud by měla společnost přeměnit všechny svá oběžná aktiva na hotovost, dosahuje uspokojivého výsledku a je schopna uspokojit věřitele až v roce 2014, kdy dosáhla doporučených hodnot. V

porovnání s pohotovou likviditou by se mohla společnost začít obávat, protože bude-li pokračovat klesající trend, nemusela by po vyloučení zásob dostat svým závazkům. Hodnoty ukazatelů výnosnosti převyšují hodnoty oborového průměru a při porovnání rentability celkových aktiv a rentability vlastního kapitálu můžeme říci, že společnost efektivně využívá cizích zdrojů a výnosnost kapitálu je vyšší než výnosnost aktiv. Z pohledu aktivity firma nevyužívá efektivně celková aktiva k tvorbě tržeb, váže nadměrné množství majetku. Doba obratu zásob nepříjemně narůstá. Pozitivní vliv je patrný v době inkasa pohledávek, která má klesající charakter, navíc doba splatnosti krátkodobých závazků převyšuje tuto dobu inkasa a pro podnik to značí silnou vyjednávací pozici. Společnost vykazuje vysoké hodnoty úrokového krytí, kdy zisk převyšuje náklady v podobě zaplacených úroků a jde o pozitivní signál pro budoucí věřitele. Průměrná mzda zaměstnanců společnosti převyšuje průměry zlínského kraje i zpracovatelského průmyslu. Dle souhrnných indexů hodnocení můžeme poukázat na postupné zlepšování situace podniku.

Z výsledků strategické a finanční analýzy **lze předpokládat dlouhodobou perspektivu podniku** a je splněna podmínka pro možné využití výnosových metod ocenění.

#### 4.4 SWOT analýza

Cílem SWOT analýzy je souhrnné zhodnocení závěrů provedených jak ve strategické analýze, tak v analýze finančního zdraví podniku. Poskytuje informace o silných a slabých stránkách společnosti, příležitostech a nedostatcích, které mohou vést až k hrozbám na trhu.

##### **Silné stránky (strenghts)**

- stabilní a kvalifikovaný personál
- vysoké uplatnění v automobilovém průmyslu
- společnost dosahuje vyšší výnosnosti oproti konkurenci

- nízká zadluženost, vysoké hodnoty úrokového krytí
- postupné zlepšování finanční situace podniku
- stabilní růst relevantního trhu a růst tržeb společnosti

#### **Slabé stránky (weaknesses)**

- část zastaralého strojního vybavení
- nízké hodnoty likvidity
- velké množství skladových zásob
- vzrůstající doba obratu zásob
- nevlastní nemovitosti, ve kterých provozuje podnikatelskou činnost a je závislá na pronajímateli budov

#### **Příležitosti (opportunities)**

- využití strategické polohy, coby centrum střeoevropských výrobců automobilů a jejich komponentů
- spolupráce s nástrojárnou v Číně
- investice do nových technologií
- růst prodeje v automobilovém průmyslu
- růst tržního podílu a upevnění pozice společnosti na trhu
- možnost uplatnění i v jiných oborech

#### **Hrozby (threats)**

- koncentrace pouze na automobilový průmysl
- velká konkurence v odvětví, nutné investice do vývoje a výroby
- zvyšující se nároky zákazníků (konkurenční boj, značné investice)
- vysoké nároky na dodržování termínů dodávek

## 5 Analýza generátorů hodnoty

Dílčím cílem této kapitoly je předběžné stanovení hodnoty podniku pomocí tzv. generátorů hodnoty. Před tím je však nutné rozdělit majetek na provozně potřebný a provozně nepotřebný, následně provést analýzu a prognózu generátorů hodnoty a jejich ocenění. Na základě těchto hodnot můžeme provést předběžné ocenění podniku.

### 5.1 Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný

Před samotným oceněním je nezbytné rozdělit majetek na provozně nutný a nenutný. Z dlouhodobého majetku nebylo potřeba vyloučit žádnou položku, jelikož společnost nevlastní neprovozní majetek v podobě strojů, staveb či dlouhodobého finančního majetku. V žádném případě nesmíme opomenout vyloučit přebytečnou hotovost společnosti, která není využívána. Doporučená hodnota likvidity je dle Maříka (2011, str. 124) 15 %, v našem případě jsme zvolili hranici likvidity 0,24 jako průměr hodnot ve sledovaném období 2010 - 2014, důvodem tohoto navýšení byly poměrně vysoké krátkodobé závazky. Z provozně nutné likvidity již jsme schopni dopočítat provozně nutné peníze, které podnik potřebuje k řešení nastalých situací.

Tab. 27 Provozně nutné peníze (vlastní zpracování)

| Položka                                 | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   |
|-----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Provozně nutná likvidita                | 0,24   | 0,24   | 0,24   | 0,11   | 0,17   |
| Krátkodobé závazky                      | 28 009 | 61 775 | 58 431 | 65 740 | 77 163 |
| Peníze (pokladna + účet) v rozvaze      | 7 702  | 21 811 | 23 297 | 7 419  | 12 851 |
| Peníze (pokladna + účet) provozně nutné | 6 722  | 14 826 | 14 023 | 7 419  | 12 851 |

Provozně nutný pracovní kapitál zahrnuje položky z rozvahy, jde o součet zásob, krátkodobých pohledávek, provozně nutné výše peněz a ostatních aktiv, ponížené o krátkodobé závazky a ostatní pasiva. Mezi ostatní aktiva a pasiva řadíme dohadné účty, kde se jedná např. o nevyfakturované dodávky za mate-

riál, práci a služby. Investovaný kapitál je dán součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

Tab. 28 Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování)

| Položka                                   | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Dlouhodobý nehmotný majetek               | 1 235         | 224           | 179           | 108           | 67            |
| Dlouhodobý hmotný majetek                 | 12 264        | 12 396        | 14 181        | 26 678        | 22 280        |
| Neprovozní majetek                        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>  | <b>13 499</b> | <b>12 620</b> | <b>14 360</b> | <b>26 786</b> | <b>22 347</b> |
| Zásoby                                    | 22 293        | 18 948        | 40 915        | 54 010        | 78 300        |
| Krátkodobé pohledávky                     | 4 483         | 32 357        | 17 754        | 22 015        | 18 920        |
| Provozně nutná výše peněz                 | 6 722         | 14 826        | 14 023        | 7 419         | 12 851        |
| Ostatní aktiva                            | 257           | 155           | 292           | 282           | 619           |
| Krátkodobé závazky                        | 28 009        | 61 775        | 58 431        | 65 740        | 77 163        |
| Ostatní pasiva                            | 57            | 48            | 1 335         | 4 665         | 4 660         |
| <b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>    | <b>5 689</b>  | <b>4 463</b>  | <b>13 218</b> | <b>13 321</b> | <b>28 867</b> |
| <b>Investovaný kapitál provozně nutný</b> | <b>19 188</b> | <b>17 083</b> | <b>27 578</b> | <b>40 107</b> | <b>51 214</b> |

V následující tabulce můžeme vidět korigovaný provozní výsledek hospodaření, tedy provozní výsledek hospodaření převzatý z výkazu zisku a ztrát ponížený o vyloučené položky z prodeje majetku.

Tab. 29 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (vlastní zpracování)

| Položka                             | 2010         | 2011         | 2012          | 2013          | 2014          |
|-------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Provozní výsledek hospodaření z VZZ | 4 927        | 9 283        | 20 932        | 30 853        | 24 570        |
| Vyloučení VH z prodeje majetku      | -84          | 40           | -5            | -1            | -77           |
| <b>KPVH</b>                         | <b>4 843</b> | <b>9 323</b> | <b>20 927</b> | <b>30 852</b> | <b>24 493</b> |

## 5.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

V této části se budeme věnovat prognóze jednotlivých generátorů hodnoty mezi něž patří tržby, provozní zisková marže, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného majetku. Tyto položky by pak měly tvořit kostru finančního plánu, zejména pak plánu volných peněžních toků.

### 5.2.1 Prognóza tržeb

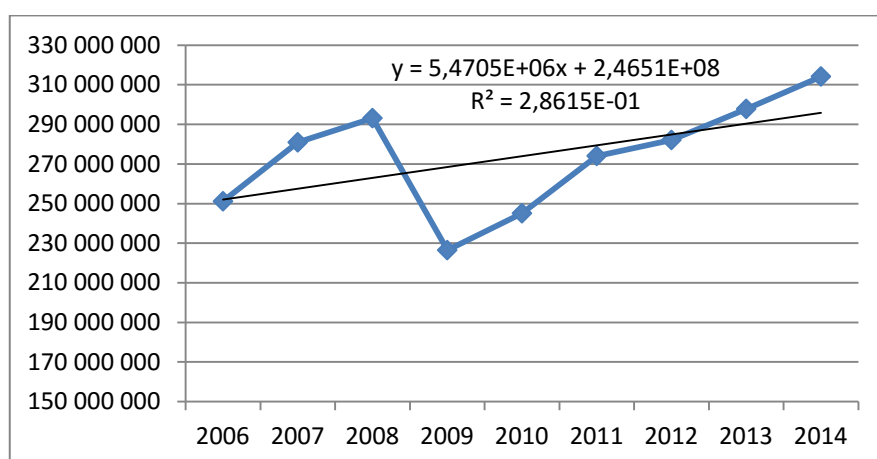
Jedním z prvních generátorů hodnoty jsou právě tržby, představují základní pilíř prognózování, jelikož mnoho parametrů oceňování se stanovuje na základě prognózy tržeb. Je proto důležitá jejich kvalita a věrohodnost, která určuje výsledné ocenění. Pro prognózu tržeb vycházíme z prognózy relevantního trhu.

#### Prognóza relevantního trhu

Sestavení prognózy relevantního trhu bude provedeno metodou časových řad a regresní analýzou. K analýze časových řad budeme přistupovat pomocí klasického modelu, kde jsme zvolili lineární, exponenciální a parabolický trend. Nakonec bude pro prognózu tržeb zvolen nejvhodnější trend. Východiskem pro prognózu tržeb je časová řada historických hodnot tržeb relevantního trhu a oceňovaného podniku.

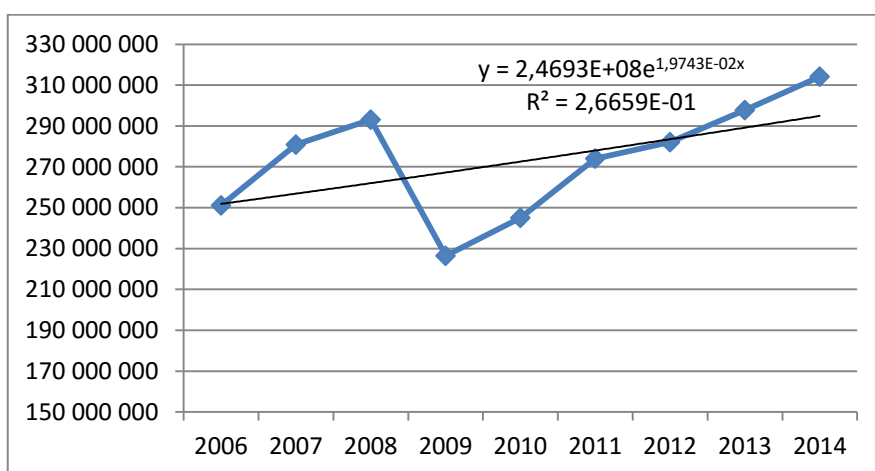
Dle Maříka (2011) měříme kvalitu modelu indexem determinace, který udává kolik procent rozptylu vysvětlované proměnné bylo vysvětleno daným modelem.

Obr. 12 Vývoj relevantního trhu - lineární trend časové řady (vlastní zpracování)



Po sestavení časové řady a proložení spojnice trendu pro lineární funkci, dosahuje index determinace hodnoty 0,286 a lze jej interpretovat tak, že daný model vysvětluje 28,6 % dat. Přestože bylo použito relativně krátké doby časové řady, nemusí se jednat o takový problém, jelikož ani výrazný pokles tržeb odvětví v roce 2009 výrazně neovlivnil směrnici celého trendu. Pokud bychom zvolili tento trend, prognóza tržeb by vedla k růstu tržeb celého odvětví. Je ale zapotřebí zohlednit i jiné trendy, dalším v pořadí je exponenciální trend.

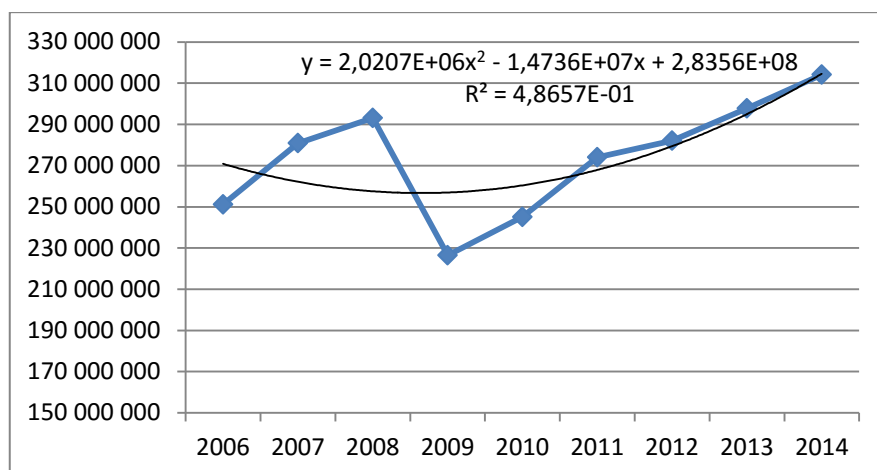
Obr. 13 Vývoj relevantního trhu - exponenciální trend časové řady (vlastní zpracování)



Exponenciální trend časové řady vykazuje také růstovou tendenci trendu, ale index determinace je nižší, vysvětluje pouze 26,6 % dat. Zde by se jednalo o nevhodný trend a přikláníli bychom se k trendu prvnímu. Dalším trendem je trend kvadratický, neboli parabolický.



Obr. 14 Vývoj relevantního trhu - kvadratický trend časové řady (vlastní zpracování)



Kvadratický trend dosahuje značně vyššího indexu determinace, kde v porovnání s ostatními vysvětluje až 48,7 % hodnot. Mohlo by se zdát, že jako nejvhodnější se jeví kvadratický trend, ale nesmíme opomenout, že tento trend obsahuje daný extrém, v našem případě dosahuje minima a v jeho rostoucí části bude pravděpodobně dosaženo maxima, které nelze jednoznačně predikovat.

Pro prognózu byl testován i kubický trend (polynom 3. stupně), který zde již neuvádím, jelikož při aplikaci polynomu vyššího stupně dochází k větší míře vysvětlení neboli k výraznému zvýšení indexu determinace, v tomto případě polynom 3. stupně vysvětluje až 52 % dat a u tohoto stupně polynomu již dochází k oscilaci prognózovaných hodnot.

Prognózované hodnoty tržeb relevantního trhu pro období 2015 - 2018 pomocí metody časové řady můžeme vidět v následující tabulce dle jednotlivých trendů, v příloze 5 jsou uvedeny výpočty minulých let. Meziroční růst tržeb odvětví byl v minulosti v průměru kolem 3,4 %. Všechny zmíněné trendy poukazují na růst trhu do budoucna a jako nejvhodnější se jeví volba lineárního či exponenciálního trendu, kvadratický jsme již zavrhnuli kvůli daným extrémům.

Tab. 30 Prognóza tržeb relevantního trhu metodou časové řady (vlastní zpracování)

| Trend         | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Lineární      | 301 215 000 | 306 685 500 | 312 156 000 | 317 626 500 |
| Tempo růstu   | 101,85%     | 101,82%     | 101,78%     | 101,75%     |
| Průměr        | 101,80%     |             |             |             |
| Exponenciální | 300 826 864 | 306 825 105 | 312 942 947 | 319 182 773 |
| Tempo růstu   | 101,99%     | 101,99%     | 101,99%     | 101,99%     |
| Průměr        | 101,99%     |             |             |             |
| Kvadratický   | 338 270 000 | 365 968 700 | 397 708 800 | 433 490 300 |
| Tempo růstu   | 107,52%     | 108,19%     | 108,67%     | 109,00%     |
| Průměr        | 108,34%     |             |             |             |

Pomocí regresní analýzy vysvětlujeme hodnotu tržeb v souladu s makroekonomickou proměnnou, k tomu je potřeba zvolit správnou vysvětlující proměnnou. U kvalitního modelu doporučuje Mařík (2011), aby mezi vysvětlující a vysvětlovanou proměnnou byla silná vzájemná závislost, koeficient korelace dosahoval alespoň 75 %.

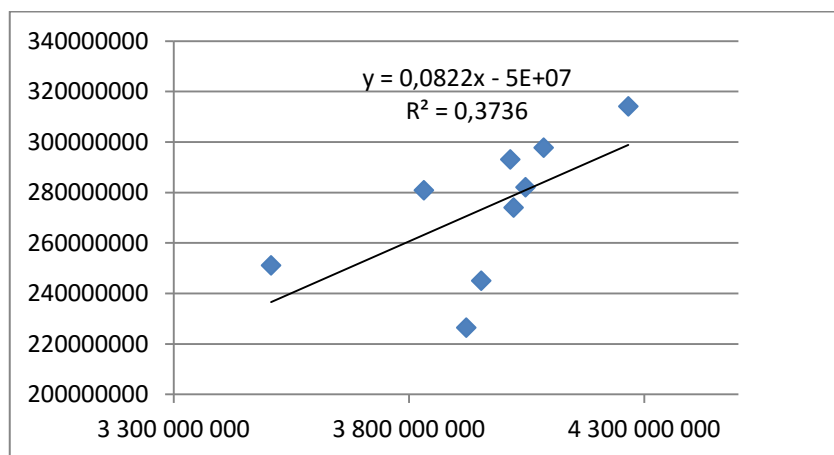
V následující tabulce jsou zobrazeny vybrané makroekonomické proměnné. Hodnoty minulého období jsou čerpány z Českého statistického úřadu, kdežto prognózované hodnoty byly čerpány z makroekonomické predikce Ministerstva financí ČR. Nejtěsnější závislost k tržbám trhu, která byla provedena Pearsonovým korelačním koeficientem, má HDP v běžných cenách, kdy koeficient dosahuje hodnot 61 %.

Tab. 31 Volba makroekonomických proměnných (zdroj: ČSÚ, Ministerstvo financí ČR)

|          | Rok  | HDP v běž-<br>ných cenách<br>(mil. Kč) | HDP reálné<br>(meziroční<br>růst) | Inflace (de-<br>flátor HDP) | HDP nomi-<br>nální (mezi-<br>roční růst) |
|----------|------|----------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------|
| Minulost | 2006 | 3 507 131                              | 7,1                               | 0,7                         | 7,8                                      |
|          | 2007 | 3 831 819                              | 5,5                               | 3,6                         | 9,1                                      |
|          | 2008 | 4 015 346                              | 2,7                               | 2                           | 4,7                                      |
|          | 2009 | 3 921 827                              | -4,8                              | 2,7                         | -2,1                                     |
|          | 2010 | 3 953 651                              | 2,3                               | -1,5                        | 0,8                                      |
|          | 2011 | 4 022 410                              | 2                                 | -0,2                        | 1,8                                      |
|          | 2012 | 4 047 675                              | -0,9                              | 1,4                         | 0,5                                      |
|          | 2013 | 4 086 260                              | -0,5                              | 1,4                         | 0,9                                      |
|          | 2014 | 4 266 141                              | 2                                 | 2,5                         | 4,5                                      |
| Predikce | 2015 | 4 475 182                              | 3,9                               | 1                           | 4,9                                      |
|          | 2016 | 4 654 189                              | 2,5                               | 1,5                         | 4                                        |
|          | 2017 | 4 840 357                              | 2,3                               | 1,7                         | 4                                        |
|          | 2018 | 5 048 492                              | 2,3                               | 2                           | 4,3                                      |
| Pearson  |      | 0,6112                                 | 0,1931                            | 0,3108                      | 0,3168                                   |

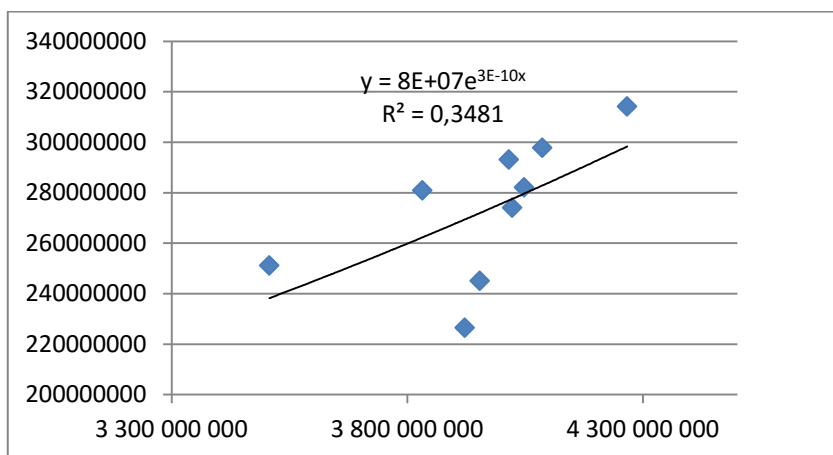
Stejně jako u modelu časových řad budeme testovat vhodnost jednotlivých trendů. V porovnání se stejným trendem u časové řady, dosahuje lineární trend regresní analýzy vyšší hodnoty indexu determinace, daný model vysvětluje 37,36 % dat. Dle směrnice trendu, která je kladná, můžeme tvrdit, že tržby relevantního trhu rostou s růstem hrubého domácího produktu, ale možný je i opačný scénář.

Obr. 15 Vývoj relativního trhu - lineární trend regresní analýzy (vlastní zpracování)



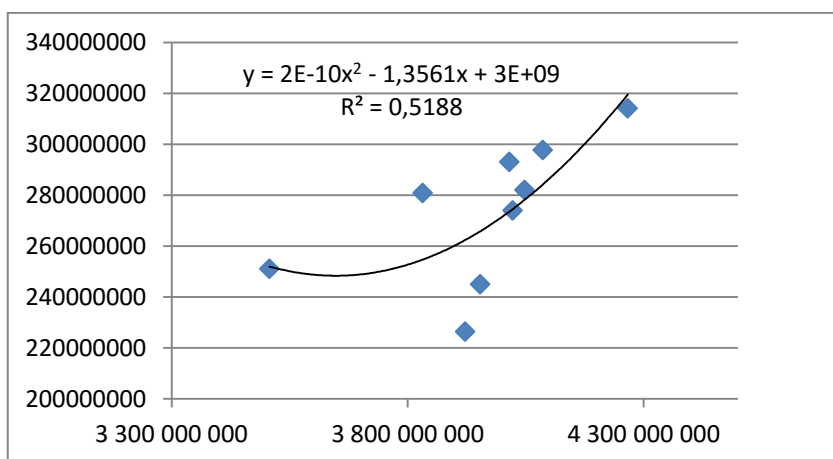
Dalším je exponenciální trend, kde index determinace dosahuje nižších hodnot než u lineárního trendu. U obou zmíněných trendů se jedná o monotónní funkci a je dobré se rozhodovat mezi těmito dvěma.

Obr. 16 Vývoj relativního trhu - exponenciální trend regresní analýzy (vlastní zpracování)



Posledním testovaným trendem je parabolický, neboli kvadratický trend. Kvadratický trend dosahuje vyššího indexu determinace oproti oběma předchozím trendům, ale objevuje se zde značné riziko, v podobě extrémů, nejedná se tedy o monotónní funkci, tudíž tento trend nebude zvolen.

Obr. 17 Vývoj relativního trhu - kvadratický trend regresní analýzy (vlastní zpracování)



Pro správný výběr vhodného trendu si můžeme pomoci, jestliže umocníme Pearsonův koeficient korelace na druhou, zjistíme právě index determinace,

který je pak roven 0,3736 a odpovídá tak indexu determinace u lineárního trendu. Z analyzovaných dat predikce tržeb relevantního trhu představuje lineární trend regresní analýzy nejvhodnější trendový model.

Prognózované hodnoty tržeb relevantního trhu pro období 2015 - 2018, vycházející z lineárního trendu, stanoveného pomocí metody regresní analýzy, uvádím pro přehled v následující tabulce pro jednotlivé trendy. Hodnoty tržeb jsou uvedeny v tis. Kč a vývoj minulých hodnot je uveden v příloze 6.

Tab. 32 Prognóza tržeb relevantního trhu metodou regresní analýzy (vlastní zpracování)

| Trend         | 2015        | 2016          | 2017          | 2018          |
|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| Lineární      | 317 859 953 | 332 574 351   | 347 877 325   | 364 986 050   |
| Tempo růstu   | 105,71%     | 104,63%       | 104,60%       | 104,92%       |
| Průměr        | 104,97%     |               |               |               |
| Exponenciální | 306 304 960 | 323 203 899   | 341 768 518   | 363 789 085   |
| Tempo růstu   | 106,47%     | 105,52%       | 105,74%       | 106,44%       |
| Průměr        | 106,04%     |               |               |               |
| Kvadratický   | 936 656 437 | 1 020 749 440 | 1 121 802 906 | 1 251 194 355 |
| Tempo růstu   | 109,59%     | 108,98%       | 109,90%       | 111,53%       |
| Průměr        | 110,00%     |               |               |               |

Kvadratický trend regresní analýzy předpovídá průměrný meziroční růst tržeb relevantního trhu o 10 %, což je za daných podmínek velmi pozitivní očekávání. V minulosti byl průměrný meziroční růst tržeb odvětví o 3,4 %, což nemusí jistě znamenat, že lze očekávat obdobný růst i do budoucna, a proto volíme lineární trend, kde je očekáváno pouze mírné zvýšení meziročního růstu oproti minulosti. Vybraný lineární trend v prvním predikovaném roce 2015 předpovídá větší růst tržeb trhu, než v dalších letech, kdy by mělo dojít k ustálení růstu trhu. Podobný vývoj je očekáván i Ministerstvem financí pro další roky dle Makroekonomické predikce.

## Prognóza tržeb a tržního podílu

Prognózovány budou tržby za vlastní výrobky a služby, spadající do výrobní činnosti podniku a tržby z prodeje zboží budou později plánovány metodou podílu na tržbách. V prognóze vývoje tržeb záleží na tom, jak rychle poroste relevantní trh a jak se bude podnik na tomto růstu podílet, tedy jaký bude jeho tržní podíl. Na těchto dvou proměnných záleží očekávání budoucích tržeb společnosti.

Predikované tržby podniku jsou dány součinem tržeb podniku předchozího roku a očekávaným tempem růstu těchto tržeb daného roku. Tempo růstu tržeb podniku značí součin tempa růstu trhu a indexu změny tržního podílu po odečtení jedné. Index změny tržního podílu pro prognózované roky je brán jako průměr minulých let. Tento trend je očekáván díky stagnujícímu počtu firem v odvětví, což vede k získání většího podílu za využití relativně větší síly oproti konkurenci.

Tab. 33 Prognóza tržeb společnosti KASKO - Formy (vlastní zpracování)

| v tis. Kč                  | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tržby odvětví (skutečné)   | 317 859 953 | 332 574 351 | 347 877 325 | 364 986 050 |
| tempo růstu trhu           | 101,18%     | 104,63%     | 104,60%     | 104,92%     |
| Tržní podíl společnosti    | 0,037%      | 0,044%      | 0,053%      | 0,063%      |
| index změny tržního podílu | 1,19        | 1,19        | 1,19        | 1,19        |
| Tržby podniku              | 117 870     | 146 972     | 183 210     | 229 075     |
| tempo růstu podniku        | 20,58%      | 24,69%      | 24,66%      | 25,03%      |

V letech 2015 - 2018 dojde ke zpomalení a stabilizaci tempa růstu tržeb společnosti KASKO - Formy oproti rokům předcházejícím a zároveň se bude zvyšovat podíl společnosti na trhu.

## 5.2.2 Prognóza ziskové marže

Druhým generátorem hodnoty je zisková marže, která byla počítána metodami shora a zdola. Hodnoty obou metod se musejí rovnat. Prognóza ziskové marže vychází z minulosti a je plánována na další roky 2015 - 2018.

Nejprve jsme počítali ziskovou marži shora za minulost jako podíl korigovaného provozního zisku před odpisy a tržeb za vlastní výrobky a služby společnosti. V období 2010 - 2014 je průměrná marže 33,29 % a v následujících prognózovaných letech je předpokládána mírně navýšená, ale konstantní zisková marže na úrovni 33,54 %.

Tab. 34 Prognóza ziskové marže shora (vlastní zpracování)

| Prognóza ziskové marže shora              | Minulost |        |        |        |        | Prognóza |        |        |        |
|-------------------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
|                                           | 2010     | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015     | 2016   | 2017   | 2018   |
| Podíly z tržeb                            |          |        |        |        |        |          |        |        |        |
| Zisková marže v %<br>(z KPVH před odpisy) | 22,49    | 26,28  | 35,12  | 51,83  | 30,72  | 33,54    | 33,54  | 33,54  | 33,54  |
| Korigovaný provozní<br>zisk před odpisy   | 8 350    | 13 038 | 24 478 | 35 526 | 30 033 | 39 534   | 49 295 | 61 449 | 76 832 |

Při metodě výpočtu ziskové marže zdola, jsou hodnoty stanoveny podílem na tržbách. Všechny prognózované položky byly počítány geometrickým průměrem podílů na tržbách za minulost, až s výjimkou ostatních provozních položek, kde byl použit aritmetický průměr, z důvodu záporných hodnot.

U tohoto způsobu výpočtu můžeme lépe vidět příčinu poklesu ziskové marže v roce 2014 oproti rokům předcházejícím, a to z důvodu mírného poklesu přidané hodnoty. Obchodní marže v minulosti značně kolísala, v prognózovaných letech je očekáván mírný nárůst. Stejný průběh zaznamenaly i osobní náklady a taktéž je plánováno s jejich mírným růstem v budoucnu. Výkony a výkonová spotřeba zaznamenala průměrné tempo růstu na 33 % a 43 %, v následujícím prognózovaném období je očekáváno zpomalení tohoto tempa růstu na úrovni

24,36 %. Hodnoty korigovaného výsledku hospodaření v budoucnu vykazují rostoucí trend.

Tab. 35 Prognóza ziskové marže zdola (vlastní zpracování)

| Prognóza ziskové marže zdola                      | Minulost      |               |               |               |                | Prognóza       |                |                |                |
|---------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                   | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
| Podíly z tržeb                                    |               |               |               |               |                |                |                |                |                |
| Obchodní marže                                    | 11,57%        | 6,02%         | 8,99%         | 23,30%        | 5,76%          | 9,66%          | 9,66%          | 9,66%          | 9,66%          |
| Přidaná hodnota                                   | 68,25%        | 62,59%        | 65,00%        | 84,45%        | 56,13%         | 66,66%         | 66,66%         | 66,66%         | 66,66%         |
| Osobní náklady                                    | 46,72%        | 36,42%        | 30,02%        | 32,86%        | 25,54%         | 33,61%         | 33,61%         | 33,61%         | 33,61%         |
| > Mzdové náklady                                  | 32,81%        | 25,40%        | 20,94%        | 22,72%        | 17,26%         | 23,28%         | 23,28%         | 23,28%         | 23,28%         |
| > Náklady na soc. zabezpečení                     | 11,18%        | 8,77%         | 7,25%         | 7,88%         | 6,17%          | 8,09%          | 8,09%          | 8,09%          | 8,09%          |
| Daně a poplatky                                   | 0,03%         | 0,04%         | 0,03%         | 0,04%         | 0,03%          | 0,03%          | 0,03%          | 0,03%          | 0,03%          |
| Ostatní provozní položky                          | -0,99%        | -0,16%        | -0,17%        | -0,28%        | -0,16%         | -0,35%         | -0,35%         | -0,35%         | -0,35%         |
| <b>Obchodní marže</b>                             | <b>4 296</b>  | <b>2 988</b>  | <b>6 266</b>  | <b>15 967</b> | <b>5 627</b>   | <b>11 384</b>  | <b>14 194</b>  | <b>17 694</b>  | <b>22 124</b>  |
| Podíl z tržeb                                     | 11,57%        | 6,02%         | 8,99%         | 23,30%        | 5,76%          | 9,66%          | 9,66%          | 9,66%          | 9,66%          |
| Roční tempo růstu                                 |               | -30,45%       | 109,71%       | 154,82%       | -64,76%        | 102,30%        | 24,69%         | 24,66%         | 25,03%         |
| Průměrné tempo růstu                              | 6,98%         |               |               |               |                | 24,79%         |                |                |                |
| <b>Výkony</b>                                     | <b>38 161</b> | <b>47 532</b> | <b>75 933</b> | <b>97 247</b> | <b>121 039</b> | <b>133 802</b> | <b>166 837</b> | <b>207 973</b> | <b>260 037</b> |
| Podíl z tržeb                                     | 102,77%       | 95,82%        | 108,95%       | 141,89%       | 123,82%        | 113,52%        | 113,52%        | 113,52%        | 113,52%        |
| Roční tempo růstu                                 |               | 24,56%        | 59,75%        | 28,07%        | 24,47%         | 10,54%         | 24,69%         | 24,66%         | 25,03%         |
| Průměrné tempo růstu                              | 33,45%        |               |               |               |                | 24,79%         |                |                |                |
| <b>Výkonová spotřeba</b>                          | <b>17 114</b> | <b>19 472</b> | <b>36 899</b> | <b>55 336</b> | <b>71 799</b>  | <b>66 416</b>  | <b>82 814</b>  | <b>103 233</b> | <b>129 077</b> |
| Podíl z tržeb                                     | 46,09%        | 39,25%        | 52,94%        | 80,74%        | 73,45%         | 56,35%         | 56,35%         | 56,35%         | 56,35%         |
| Roční tempo růstu                                 |               | 13,78%        | 89,50%        | 49,97%        | 29,75%         | -7,50%         | 24,69%         | 24,66%         | 25,03%         |
| Průměrné tempo růstu                              | 43,12%        |               |               |               |                | 24,79%         |                |                |                |
| Průměrná inflace (2005 - 2014)                    | 1,28%         |               |               |               |                | 1,55%          |                |                |                |
| <b>Osobní náklady</b>                             | <b>17 349</b> | <b>18 066</b> | <b>20 921</b> | <b>22 520</b> | <b>24 964</b>  | <b>39 611</b>  | <b>49 391</b>  | <b>61 569</b>  | <b>76 982</b>  |
| Roční tempo růstu                                 |               | 4,13%         | 15,80%        | 7,64%         | 10,85%         | 58,67%         | 24,69%         | 24,66%         | 25,03%         |
| Průměrné tempo růstu                              | 9,52%         |               |               |               |                | 24,79%         |                |                |                |
| <b>Korigovaný provozní zisk před odpisy</b>       | <b>8 350</b>  | <b>13 038</b> | <b>24 478</b> | <b>35 526</b> | <b>30 033</b>  | <b>39 534</b>  | <b>49 295</b>  | <b>61 449</b>  | <b>76 832</b>  |
| <b>Zisková marže z KPVH před odpisy dopočtená</b> | <b>22,49%</b> | <b>26,28%</b> | <b>35,12%</b> | <b>51,83%</b> | <b>30,72%</b>  | <b>33,54%</b>  | <b>33,54%</b>  | <b>33,54%</b>  | <b>33,54%</b>  |



### 5.2.3 Čistý pracovní kapitál

Dalším generátorem hodnoty jsou investice do čistého pracovního kapitálu, které prezentují změny oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů, mající dopad na CF podniku. Výchozím krokem k výpočtu upraveného pracovního kapitálu je určení doby obratu ve dnech vztažených k tržbám. Je počítáno s 365 dny v roce. Doby obratu za minulost a jejich prognóza jsou uvedeny v následující tabulce. Predikované hodnoty doby obratu jsou vyčísleny jako geometrický průměr minulých hodnot.

Tab. 36 Doba obratu ve dnech vztaženo k tržbám (vlastní zpracování)

| Doba obratu   | Minulost |        |        |        |        | Prognóza |        |        |        |
|---------------|----------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| Položka       | 2010     | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015     | 2016   | 2017   | 2018   |
| Zásoby celkem | 219,14   | 139,42 | 214,28 | 287,63 | 292,36 | 222,92   | 222,92 | 222,92 | 222,92 |
| Pohledávky    | 44,07    | 238,08 | 92,98  | 117,24 | 70,64  | 95,82    | 95,82  | 95,82  | 95,82  |
| Kr. závazky   | 275,32   | 454,53 | 306,01 | 350,10 | 288,12 | 329,14   | 329,14 | 329,14 | 329,14 |

Zásoby firmy se z velké části skládají z nedokončené výroby a polotovarů, proto je i doba obratu zásob značně vysoká a vykazuje mírně rostoucí trend. Pohledávky představují ve velké míře poskytnuté zálohy a jiné pohledávky a v minulosti je díky tomu značně rozkolísaný trend. V roce 2011 je doba obratu pohledávek až na 238 dnech a k roku 2014 se je společnosti podařilo snížit na 70 dní, v dalších letech počítáme s mírným nárůstem. Doba obratu závazků je tvořena především přijatými zálohami. I když byl v posledním známém roce zaznamenán pokles, do budoucna počítáme s navýšením doby obratu a bude konstantní po celou dobu plánování.

Ještě je nutné sestavit prognózu ostatních aktiv a pasiv a provozně nutnou výši peněz. Položky ostatních aktiv a pasiv zahrnují časové rozlišení a do budoucna je uvažováno v jejich poslední známé hodnotě. Jak již bylo uvedeno v rozdělení majetku, provozně nutná likvidita je stanovena na hranici 24 % a je s ní počítáno i do budoucna. Provozně nutnou výši peněžních prostředků pak získáme

jako součin námi zvolené provozně nutné likvidity a prognózovaných hodnot krátkodobých závazků pro jednotlivé roky.

Tab. 37 Upravený pracovní kapitál (vlastní zpracování)

|                                                                      | Minulost      |              |               |               |               | Prognóza      |               |               |               |
|----------------------------------------------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| v tis. Kč                                                            | 2010          | 2011         | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
| Zásoby                                                               | 22 293        | 18 948       | 40 915        | 54 010        | 78 300        | 71 989        | 89 762        | 111 895       | 139 906       |
| Pohledávky                                                           | 4 483         | 32 357       | 17 754        | 22 015        | 18 920        | 30 945        | 38 585        | 48 099        | 60 140        |
| Peněžní prostředky provozně nutné                                    | 6 722         | 14 826       | 14 023        | 7 419         | 12 851        | 25 510        | 31 808        | 39 651        | 49 577        |
| Ostatní aktiva (časové rozlišení)                                    | 257           | 155          | 292           | 282           | 619           | 619           | 619           | 619           | 619           |
| Krátkodobé závazky                                                   | 28 009        | 61 775       | 58 431        | 65 740        | 77 163        | 106 290       | 132 533       | 165 211       | 206 569       |
| Ostatní pasiva (časové rozlišení)                                    | 57            | 48           | 1 335         | 4 665         | 4 660         | 4 660         | 4 660         | 4 660         | 4 660         |
| <b>Upravený pracovní kapitál</b>                                     | <b>5 689</b>  | <b>4 463</b> | <b>13 218</b> | <b>13 321</b> | <b>28 867</b> | <b>18 112</b> | <b>23 582</b> | <b>30 392</b> | <b>39 012</b> |
| <b>Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu</b> | <b>38,23%</b> |              |               |               |               | <b>18,79%</b> |               |               |               |

Položky pracovního kapitálu byly dopočítány pomocí doby obratu ve vztahu k denním tržbám. Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu v minulém období 2010 - 2014 byl 38,23 % a hodnota tohoto koeficientu v prognózovaném období 2015 - 2018 poklesla na 18,79 %. Důsledkem poklesu hodnot mezi minulým a budoucím koeficientem je způsob jeho výpočtu. V posledním známém roce 2014 nám tržby výrazně vzrostly, tempo růstu tržeb převyšuje 42 %, zatímco v dalším roce 2015 je počítáno se zmírněním tempa růstu tržeb na necelých 21 %. Jelikož koeficient vychází z rozdílu hodnot tržeb v prvním a posledním roce daného období, je tímto zpomalením značně ovlivněn.

#### 5.2.4 Dlouhodobý majetek a investice

Posledním generátorem hodnoty, kterým se budeme v rámci této kapitoly zabývat jsou investice do dlouhodobého majetku. Jelikož nejsou známy konkrétní podnikové plány společnosti je investiční náročnost růstu tržeb pro predikované období 2015 - 2018 vypočtena na základě minulých let 2010 - 2014 a dle konkurenčních firem.

Investiční náročnost za minulé období byla vyčíslena u nehmotného majetku a samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí. Ta se počítá jako podíl součtu investic do provozně nutného majetku a přírůstku tržeb za minulost. Podmínkou tohoto ukazatele je, aby vycházel v kladných číslech, což se u položky nehmotného majetku nestalo, a proto byla zvolena varianta koeficientu dle konkurenčních firem. Firmy byly vybrány ze stejného oboru a výsledky byly zprůměrovány. Problém s klesajícími investicemi do nehmotného majetku, především softwaru, vykazují i konkurenční firmy, a proto byly vybrány ty podniky, kde tento koeficient vychází v nezáporných číslech. Výpočty konkurenčních hodnot jsou uvedeny v příloze 7.

Pro názornost uvádím investiční náročnost firmy KASKO - Formy spol. s r.o. za minulost pro nehmotný majetek a samostatné movité věci. Přírůstek tržeb v letech 2010 - 2014 činí 60 622 tis. Kč.

Tab. 38 Investiční náročnost do nehmotného majetku za minulost (vlastní zpracování)

| Nehmotný majetek - software (tis. Kč)               | 2010          | 2011   | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------------------------------|---------------|--------|------|------|------|
| Stav majetku ke konci roku                          | 1 235         | 224    | 179  | 108  | 67   |
| Odpisy                                              |               | 340    | 63   | 58   | 22   |
| Investice netto (rozdíl dvou netto hodnot majetku)  |               | -1 011 | -45  | -71  | -41  |
| Investice brutto (odpis + investice netto)          |               | -671   | 18   | -13  | -19  |
| <b>Investiční náročnost růstu tržeb 2010 - 2014</b> | <b>-1,93%</b> |        |      |      |      |

Tab. 39 Investiční náročnost do samostatných movitých věcí za minulost (vlastní zpracování)

| Samostatné movité věci (tis. Kč)                    | 2010          | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   |
|-----------------------------------------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| Stav majetku ke konci roku                          | 12 264        | 12 396 | 14 144 | 26 678 | 22 280 |
| Odpisy                                              |               | 3 375  | 3 488  | 4 616  | 5 518  |
| Zůstatková hodnota prodaného zařízení               |               | 368    | 0      | 0      | 0      |
| Investice netto (rozdíl dvou netto hodnot)          |               | 132    | 1 748  | 12 534 | -4 398 |
| Investice brutto (odpis + ZC + investice netto)     |               | 3 875  | 5 236  | 17 150 | 1 120  |
| <b>Investiční náročnost růstu tržeb 2010 - 2014</b> | <b>16,52%</b> |        |        |        |        |

Jak můžeme vidět výše, investiční náročnost do nehmotného majetku nedosahuje požadovaných hodnot, proto byl zvolen koeficient náročnosti z průměru hodnot konkurence na úrovni 4,98 %. Odhad investic pro budoucí období můžeme vidět v následující tabulce, je dán součinem koeficientu investiční náročnosti a přírůstků tržeb pro období 2015 - 2018, jehož hodnota činí 111 204 tis. Kč.

Tab. 40 Odhad investic pro budoucí období 2015 - 2018 (vlastní zpracování)

| Investice               | Minulý koeficient náročnosti | Odhad investic netto pro růst tržeb 2015 - 2018 v tis. Kč |
|-------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| Nehmotná majetek        | 4,98%                        | 5 339                                                     |
| Samostatné movité věci  | 16,52%                       | 18 373                                                    |
| <b>Investice celkem</b> | <b>21,50%</b>                | <b>23 907</b>                                             |

Předpokládanou částku investic v období 2015 - 2018 představuje právě odhad investic netto pro růst tržeb, kterou rovnoměrně rozdělíme do jednotlivých let a následně můžeme sestavit plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů, který je znázorněn v příloze 8. Hodnotu majetku sledujeme jak v jeho původní podobě k datu ocenění, tedy konec roku 2014 a pokračujeme v jeho odepisování, tak v podobě nového majetku, prognózovaných investic, které též odepisujeme. V následující tabulce jsou uvedeny celkové hodnoty, které vychází z plánu dlouhodobého majetku, investic a odpisů. Zůstatková hodnota znázorňuje hodnotu netto dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku v plánované rozvaze na jednotlivé roky. Suma celkových investic netto odpovídá odhadu investic do dlouhodobého majetku pro roky 2015 - 2018.

Tab. 41 Celkové hodnoty investic do dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)

| Celkové hodnoty v tis. Kč                               | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
|---------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Odpisy celkem                                           | 5 540         | 7 577         | 9 982         | 12 802        |
| Zůstatková hodnota celkem                               | 28 324        | 34 301        | 40 277        | 46 254        |
| <b>Celkové investice netto do dlouhodobého majetku</b>  | <b>5 977</b>  | <b>5 977</b>  | <b>5 977</b>  | <b>5 977</b>  |
| <b>Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku</b> | <b>11 517</b> | <b>13 553</b> | <b>15 959</b> | <b>18 779</b> |

### 5.3 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Po sestavení prognózy tržeb, ziskové marže, investic do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku, následuje další krok, a to tzv. předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty. Předběžné ocenění podniku slouží jako první odhad hodnoty podniku, k čemuž slouží následující vzorec (Mařík, 2007, str. 147):

$$H = \frac{FCFF_t}{i - g} = \frac{T_{t-1} * (1 + g) * r_{ZM} * (1 - d) - T_{t-1} * g * (K_{\check{C}PK} + K_{DM})}{i - g}$$

kde:  $FCFF_t$  - volné peněžní zdroje do firmy v roce  $t$ ,

$T_{t-1}$  - velikost tržeb za vlastní výrobky a služby,

$g$  - tempo růstu tržeb,

$r_{ZM}$  - provozní zisková marže přepočtená z korigovaného výsledku hospodaření,

$d$  - sazba daně,

$K_{\check{C}PK}$  - koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,

$K_{DM}$  - koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,

$i$  - kalkulovaná úroková míra.

Bohužel v tomto bodě nemáme zjištěnou diskontní míru, a proto budeme pracovat s kalkulovanou úrokovou mírou, v našem případě odhad činí 10 %. Původní úroveň tempa růstu tržeb pro období 2015 - 2018 byla na úrovni necelých 25 %, proto bylo dále počítáno s tempem růstu tržeb na nižší úrovni tak, aby tempo růstu tržeb bylo pod úrovní úrokové míry, což je požadavek daného vzorce a doporučuje se, aby rozdíl úrokové míry a tempa růstu byl alespoň 3 procentní body. Za hodnotu  $T_{t-1}$  byly dosazeny tržby k datu ocenění ( $T_{2014}$ ).

Po dosažení všech hodnot do vzorce nám vyšlo předběžné ocenění podniku na 720 061 tis. Kč.

Tab. 42 Předběžné ocenění podniku na základě generátorů hodnoty (vlastní zpracování)

| <b>Generátor hodnoty</b>            | <b>Označení</b> | <b>Hodnota</b> |
|-------------------------------------|-----------------|----------------|
| Tempo růstu tržeb                   | $g$             | 7,00%          |
| Zisková marže po odpisech a po dani | $r_{ZM}$        | 22,94%         |
| <b>Náročnost růstu tržeb na:</b>    |                 |                |
| - růst pracovního kapitálu          | $k_{ČPK}$       | 18,79%         |
| - růst dlouhodobého majetku         | $k_{DM}$        | 16,12%         |
| - investice netto celkem            |                 | 34,92%         |
| Kalkulovaná úroková míra            | $i$             | 10,00%         |
| <b>Hodnota podniku brutto</b>       | <b>H</b>        | <b>720 061</b> |

Následně byla provedena analýza citlivosti na ziskovou marži a na diskontní míru (viz příloha 10). Hodnota podniku je v obou případech citlivá na změnu ziskové marže i změnu úrokové míry, změny jsou v uvedených případech nadproporcionální, což můžeme označit za rizikový faktor a měla by jim být věnována větší pozornost.

## 6 Finanční plán

Při oceňování podniku některou z výnosových metod je potřeba sestavit finanční plán. Základní postup sestavování finančního plánu je uveden již dříve (viz kap. 1.6). Bylo zapotřebí vypracovat plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovanou rozvahu a plánovaný výkaz cash flow.

Finanční plán je sestaven po čtyřleté období 2015 - 2018 a pomocí metody procentního podílu na tržbách. Východiskem pro sestavení finančního plánu byla analýza a prognóza generátorů hodnoty, kde byl důležitým akcelerátorem vývoje společnosti růst tržeb. Tržní podíl společnosti se v minulosti lehce zvyšuje a předpokládáme mírný nárůst tržního podílu i v budoucnu. Tržby podniku zaznamenávají též rostoucí trend. Vše bylo plánováno s ohledem na strategickou analýzu a predikovaný vývoj trhu.

### 6.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Pro výpočet korigovaného výsledku hospodaření jsem použila jednotlivé položky generátorů hodnoty. Tržby za prodej zboží a náklady vynaložené na jejich prodej jsou obsaženy v položce obchodní marže. Přidaná hodnota je součtovým řádkem obchodní marže a výkonů, ponížena o výkonovou spotřebu. Jak můžeme vidět, je v plánu počítáno s růstem přidané hodnoty, což je dlouhodobější trend hospodaření společnosti. Osobní náklady tvoří nejvyšší nákladovou položku, v roce 2015 je předpokládáno zvýšení mzdových nákladů s ohledem na stav zaměstnanců a v následujících letech snížení tempa růstu osobních nákladů. Výše odpisů byla převzata z plánu investic do dlouhodobého majetku a jedná se o odpisy z nehmotného majetku a samostatných movitých věcí. Ostatní provozní položky zahrnují pouze ostatní provozní výnosy a náklady, které byly odvozeny z výpočtu prognózy ziskové marže jako průměr minulých hodnot. Do výpočtu nebyla zahrnuta změna rezerv, jelikož společnost neplánuje tvorbu rezerv.

Nákladové úroky vycházejí z plánované rozvahy, konkrétně z plánované výše bankovních úvěrů, kde předpokládáme, že společnost bude čerpat úvěr ve stejné výši roku 2014 a úroková sazba je stanovena jako průměrná úroková sazba úvěrů za posledních šest let. Plánovaný výsledek hospodaření z neprovozního majetku představuje pouze výnosové úroky, jelikož firmy nepočítá s dlouhodobým finančním majetkem, vycházím tak z dat minulého období. Výnosové úroky jsou počítány jako 0,5 % z hodnoty finančního majetku na začátku období.

Mimořádný výsledek hospodaření se plánuje v nulové výši. Celkový výsledek hospodaření za účetní období je počítán jako korigovaný výsledek hospodaření snížený o nákladové úroky, navýšený o výnosové úroky a po odečtení daně. Daň byla počítána z celkového výsledku hospodaření před daní a násobena očekávanou daňovou sazbou 19 %, neočekáváme zvýšení daňové sazby. Z plánovaného výkazu zisku a ztráty je možné vypočítat postupně rostoucí trend čistého zisku.



Tab. 43 Plánovaný výkaz zisku a ztráty (vlastní zpracování)

| Plánovaný výkaz zisku a ztráty                                               | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
|------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>a) Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem</b>     |               |               |               |               |
| Obchodní marže                                                               | 11 384        | 14 194        | 17 694        | 22 124        |
| Výkony                                                                       | 133 802       | 166 837       | 207 973       | 260 037       |
| Tržby za vlastní výrobky a služby                                            | 117 870       | 146 972       | 183 210       | 229 075       |
| Výkonová spotřeba                                                            | 66 416        | 82 814        | 103 233       | 129 077       |
| Přidaná hodnota                                                              | 78 769        | 98 217        | 122 434       | 153 084       |
| Osobní náklady                                                               | 39 611        | 49 391        | 61 569        | 76 982        |
| Daně a poplatky                                                              | 38            | 48            | 60            | 75            |
| Odpisy                                                                       | 5 540         | 7 577         | 9 982         | 12 802        |
| Ostatní provozní položky                                                     | -414          | -517          | -644          | -805          |
| <b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>                              | <b>33 994</b> | <b>41 718</b> | <b>51 467</b> | <b>64 030</b> |
| <b>b) Náklady na cizí kapitál</b>                                            |               |               |               |               |
| Nákladové úroky                                                              | 8             | 8             | 8             | 8             |
| <b>c) Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem</b> |               |               |               |               |
| Výnosy z dlouhodobého finančního majetku                                     | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Výnosové úroky                                                               | 127           | 352           | 497           | 682           |
| <b>Výsledek hospodaření z neprovozního majetku</b>                           | <b>127</b>    | <b>352</b>    | <b>497</b>    | <b>682</b>    |
| <b>d) Celkový výsledek hospodaření</b>                                       |               |               |               |               |
| Mimořádný výsledek hospodaření před daní                                     | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Celkový výsledek hospodaření před daní                                       | 34 113        | 42 062        | 51 956        | 64 704        |
| Daň                                                                          | 6 481         | 7 992         | 9 872         | 12 294        |
| <b>Výsledek hospodaření za účetní období po dani</b>                         | <b>27 631</b> | <b>34 070</b> | <b>42 084</b> | <b>52 410</b> |

## 6.2 Plán rozvahy

Plánovaná rozvaha je rozdělena na část aktiv a na část pasiv. Na straně aktiv i pasiv je předpokládán stabilní růst kolem 25 %. Položky dlouhodobého majetku a oběžných aktiv byly převzaty z prognózovaných generátorů hodnoty, z plánu investic do dlouhodobého majetku a investic do pracovního kapitálu. Dále byly doplněny položky časového rozlišení (aktiv i pasiv) v konstantní výši, na úrovni hodnot roku 2014. Položka krátkodobého finančního majetku byla převzata z plánovaného výkazu cash flow.

Dlouhodobý majetek se skládá z dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, kde se předpokládá jeho postupné obnovování. Software i část strojního vybavení je zastaralá. Nárůst majetku společnosti je způsoben z velké části nárůstem hodnoty oběžného majetku, kde bude v prvním plánovaném roce za-

znamenán mírný pokles stavu zásob, kdežto pohledávky výrazně porostou, poté je předpokládán stabilní růst obou zmíněných položek. Krátkodobý finanční majetek je rozdělen na část provozně potřebnou a nepotřebnou.

Tab. 44 Plánovaná rozvaha - aktiva (vlastní zpracování)

| Plánovaná rozvaha                           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>AKTIVA CELKEM</b>                        | <b>202 295</b> | <b>262 608</b> | <b>337 370</b> | <b>431 139</b> |
| <b>Dlouhodobý majetek</b>                   | <b>28 324</b>  | <b>34 301</b>  | <b>40 277</b>  | <b>46 254</b>  |
| Dlouhodobý nehmotný majetek                 | 1 451          | 2 834          | 4 218          | 5 601          |
| Dlouhodobý hmotný majetek                   | 26 873         | 31 467         | 36 060         | 40 653         |
| Samostatné movité věci                      | 26 873         | 31 467         | 36 060         | 40 653         |
| Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek       | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Dlouhodobý finanční majetek                 | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Oběžná aktiva</b>                        | <b>173 353</b> | <b>227 689</b> | <b>296 474</b> | <b>384 266</b> |
| Zásoby                                      | 71 989         | 89 762         | 111 895        | 139 906        |
| Pohledávky                                  | 30 945         | 38 585         | 48 099         | 60 140         |
| Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty) | 70 419         | 99 341         | 136 481        | 184 220        |
| a) Provozně potřebné                        | 25 510         | 31 808         | 39 651         | 49 577         |
| b) Provozně nepotřebné                      | 44 909         | 67 533         | 96 830         | 134 643        |
| <b>Časové rozlišení</b>                     | <b>619</b>     | <b>619</b>     | <b>619</b>     | <b>619</b>     |

V plánování stavu pasiv bylo zohledněno financování vlastním i cizím kapitálem. Základní kapitál společnosti a fondy ze zisku zůstávají v nezměněné formě, vycházíme tak z minulých dat a nepředpokládáme jejich navýšení v budoucnu. Výsledek hospodaření běžného období byl převzat z plánované výsledovky, každoročně se navyšuje výsledek hospodaření minulých let, jež společnost zadržuje. Hodnota cizích zdrojů narůstá z důvodu růstu krátkodobých závazků, pravděpodobně navyšováním přijatých záloh. Společnost neuvažuje tvorbu rezerv. Dlouhodobé závazky představují odložený daňový závazek, který je obtížně odhadnutelný, zůstává tedy v konstantní výši posledního známého roku 2014.

Tab. 45 Plánovaná rozvaha - pasiva (vlastní zpracování)

| Plánovaná rozvaha                            | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
|----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>PASIVA CELKEM</b>                         | <b>202 295</b> | <b>262 608</b> | <b>337 370</b> | <b>431 139</b> |
| <b>Vlastní kapitál</b>                       | <b>89 190</b>  | <b>123 261</b> | <b>165 345</b> | <b>217 755</b> |
| Základní kapitál                             | 300            | 300            | 300            | 300            |
| Kapitálové fondy                             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Fondy ze zisku                               | 2 577          | 2 577          | 2 577          | 2 577          |
| Zákonný rezervní fond                        | 104            | 104            | 104            | 104            |
| Statutární a ostatní fondy                   | 2 473          | 2 473          | 2 473          | 2 473          |
| Výsledek hospodaření minulých let            | 58 682         | 86 313         | 120 384        | 162 468        |
| Výsledek hospodaření běžného úč. období (+-) | 27 631         | 34 070         | 42 084         | 52 410         |
| <b>Cizí zdroje</b>                           | <b>108 445</b> | <b>134 688</b> | <b>167 366</b> | <b>208 724</b> |
| Rezervy                                      | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Dlouhodobé závazky                           | 1 332          | 1 332          | 1 332          | 1 332          |
| Krátkodobé závazky                           | 106 290        | 132 533        | 165 211        | 206 569        |
| Bankovní úvěry a výpomoci                    | 823            | 823            | 823            | 823            |
| Bankovní úvěry dlouhodobé                    | 823            | 823            | 823            | 823            |
| Krátkodobé bankovní úvěry                    | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Časové rozlišení</b>                      | <b>4 660</b>   | <b>4 660</b>   | <b>4 660</b>   | <b>4 660</b>   |

### 6.3 Plán Cash Flow

Pro účel ocenění je plán peněžních toků pozměněn, jsou vymezeny peněžní toky z provozního majetku a zvlášť z neprovozního majetku a vyčleněny nákladové úroky.

Pro potřeby výpočtu peněžního toku z provozního majetku byly převzaty z plánovaného výkazu zisku a ztrát položky korigovaný provozní výsledek hospodaření a odpisy dlouhodobého majetku. Úpravy provozně nutných oběžných aktiv, jako změna pohledávek, změna krátkodobých závazků a změna stavu zásob vychází z meziroční změny jednotlivých položek uvedených v generátorech hodnoty. Nabytí dlouhodobého majetku vychází z plánu dlouhodobého majetku a investic a prezentuje celkové investice brutto do dlouhodobého majetku.

Předpokladem je, že společnost bude nadále využívat úročený cizí kapitál, z něhož plynou nákladové úroky.

Co se týče položek peněžního toku z neprovozního majetku, byly převzaty výnosové úroky z plánovaného výkazu zisku a ztrát. Mimořádný výsledek hospodaření se neuvažuje, a proto poslední položkou spadající do neprovozního majetku je daň z neprovozních výnosů a nákladů, kterou jsme určily jako rozdíl daně připadající na celkový výsledek hospodaření z plánovaného výkazu zisku a ztrát a daň připadající na korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Jelikož předpokládáme stále stejnou výši bankovních úvěrů i dlouhodobých závazků a nepředpokládáme navyšování základního kapitálu, jsou peněžní toky z finanční činnosti ke konci daného období nulové.

Součet jednotlivých položek peněžních toků nám dává celkový peněžní tok, následně tak získáme stav peněz ke konci období, který nám v průběhu budoucích let poroste, z čehož můžeme usuzovat, že plánovaný způsob financování bude dostačující k realizaci investic.

Tab. 46 Plánované cash flow (vlastní zpracování)

| Plánované cash flow                             | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
|-------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Stav peněžních prostředků na počátku období     | 25 351         | 70 419         | 99 341         | 136 481        |
| <b>a) Peněžní tok z provozního majetku</b>      |                |                |                |                |
| <b>1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU</b>                 |                |                |                |                |
| Korigovaný provozní výsledek hospodaření        | 33 994         | 41 718         | 51 467         | 64 030         |
| Daň připadající na korigovaný VH                | 6 459          | 7 926          | 9 779          | 12 166         |
| <b>Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)</b>    | <b>27 535</b>  | <b>33 792</b>  | <b>41 688</b>  | <b>51 864</b>  |
| <b>Úpravy o nepeněžní operace</b>               | <b>5 540</b>   | <b>7 577</b>   | <b>9 982</b>   | <b>12 802</b>  |
| Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)  | 5 540          | 7 577          | 9 982          | 12 802         |
| Změna zůstatků rezerv                           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)</b> | <b>23 413</b>  | <b>829</b>     | <b>1 032</b>   | <b>1 306</b>   |
| Změna stavu pohledávek                          | -12 025        | -7 640         | -9 514         | -12 041        |
| Změna stavu krátkodobých závazků                | 29 127         | 26 243         | 32 678         | 41 359         |
| Změna stavu zásob                               | 6 311          | -17 774        | -22 132        | -28 012        |
| <b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>   | <b>56 489</b>  | <b>42 197</b>  | <b>52 702</b>  | <b>65 973</b>  |
| <b>2) INVESTIČNÍ ČINNOST</b>                    |                |                |                |                |
| Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)  | -11 517        | -13 553        | -15 959        | -18 779        |
| <b>Peněžní tok z investiční činnosti celkem</b> | <b>-11 517</b> | <b>-13 553</b> | <b>-15 959</b> | <b>-18 779</b> |
| <b>PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM</b>  | <b>44 972</b>  | <b>28 644</b>  | <b>36 743</b>  | <b>47 193</b>  |
| <b>b) Náklady na cizí kapitál</b>               |                |                |                |                |
| <b>PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKŮ</b>                 | <b>-8</b>      | <b>-8</b>      | <b>-8</b>      | <b>-8</b>      |
| <b>c) Peněžní tok z neprovozního majetku</b>    |                |                |                |                |
| Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. příjmy   | 104            | 287            | 404            | 554            |
| Výnosové úroky                                  | 127            | 352            | 497            | 682            |
| Diference v platbě daně oproti dani z KPVH      | -23            | -65            | -93            | -128           |
| <b>PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM</b>   | <b>104</b>     | <b>287</b>     | <b>404</b>     | <b>554</b>     |
| <b>d) Finanční činnost</b>                      |                |                |                |                |
| Změna stavu dlouhodobých závazků                | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Zvýšení a snížení VK z vybraných operací        | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM</b>   | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>e) Peněžní tok celkem</b>                    |                |                |                |                |
| <b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>                       | <b>45 068</b>  | <b>28 922</b>  | <b>37 139</b>  | <b>47 739</b>  |
| Stav peněžních prostředků na konci období       | 70 419         | 99 341         | 136 481        | 184 220        |

## 7 Návrh ocenění podniku

Pro předběžné ocenění podniku jsme již dříve využili generátorů hodnoty, nyní přistoupíme ke stanovení hodnoty podniku precizněji, využijeme k tomu výnosové metody. Pro stanovení hodnoty podniku jsme vybrali dvě výnosové metody, a to metodu diskontovaných peněžních toků DCF entity a metodu ekonomické přidané hodnoty EVA k datu 31.12.2014. Pro tyto metody je nutné stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, a pokud budeme postupovat správně, měl by být výsledek obou metod stejný.

### 7.1 Diskontní míra

Prvním krokem při stanovení diskontní míry pro ocenění podniku danými metodami je výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu, pro které si musíme nejprve stanovit náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál.

#### 7.1.1 Náklady na vlastní kapitál

V současné době se pro odvození nákladů vlastního kapitálu nejvíce využívá model CAPM (Capital Asset Pricing Model), který se opírá o vyspělé kapitálové trhy s přihlédnutím k riziku. Tento model využívá mnoho modifikací a v této práci použijeme modifikovanou verzi navrženou Damodaranem. Pro tento model je zapotřebí zjistit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii trhu, beta koeficient, rizikovou přírážku země a přírážku za velikost podniku. Výsledné náklady na vlastní kapitál jsou požadovanou výnosností vlastníků (Mařík, Maříková, 2007).

### Bezriziková úroková míra

Tato bezriziková úroková míra byla stanovena jako aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA, která ke dni 31.12.2014 činila 2,17 % (US. Department of Treasury, 2015).

### Beta koeficient

Z webových stránek Damodarana byla získána hodnota beta koeficientu pro nezadlužený podnik v Evropě v oboru "Metals and mining" a činí 1,16. Jelikož k výpočtu nákladů na vlastní kapitál potřebujeme zadlužený beta koeficient, je nutné si jej vypočítat dle následujícího vzorce:

$$\beta_Z = \beta_{NZ} * \left[ 1 + \frac{D}{E} * (1 - t) \right]$$

kde:  $\beta_Z$  - zadlužená beta,

$\beta_{NZ}$  - nezadlužená beta,

D/E - poměr dlouhodobých cizích zdrojů a vlastního kapitálu,

t - sazba daně (Mařík, 2011).

Problémem ve výpočtu je poměr cizího a vlastního kapitálu, jelikož vlastní kapitál v tržním ocenění je výsledkem celého ocenění. Tudíž hodnota vlastního kapitálu je výsledkem iterativního výpočtu provedeného pomocí programu Excel.

## Riziková prémie trhu

Riziková prémie kapitálového trhu USA byla stanovena geometrickým průměrem na základě historických dat za období 1928 - 2014 ve výši 4,60 % (Damodaran, online, 2015). Tuto rizikovou premii je potřeba upravit o riziko selhání země.

Riziková premii země vychází z ratingového hodnocení ČR a rizika selhání trhu, které je určené rozdílem výnosností vládních dluhopisů zemí s ratingem A1 pro ČR a AAA jako má USA. Dle Damodarana je tento rozdíl 1,05 %. Dále je použit koeficient 1,5, udávající rozdíl volatility trhu akcií a volatility trhu dluhopisů. V posledním kroku je nutné tuto hodnotu upravit o rozdíl prognózovaných inflací obou zemí.

Tab. 47 Prognóza inflace ČR a USA (zdroj: International Monetary Fund)

| %      | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | průměr        |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| ČR     | 1,900  | 2,000  | 2,000  | 2,000  | 1,975         |
| USA    | 2,126  | 2,138  | 2,209  | 2,120  | 2,148         |
| rozdíl | -0,226 | -0,138 | -0,209 | -0,120 | <b>-0,173</b> |

## Přirážka za velikost podniku

Náklady kapitálu jsou navýšeny o rizikovou přirážku za menší společnost, kterou stanovuje odhadce a dle doporučení Maříka je stanovena tato přirážka na hodnotě 3 %.



Pro přehlednost uvádím výpočet nákladů na vlastní kapitál v následující tabulce.

Tab. 48 Výpočet nákladů vlastního kapitálu (vlastní zpracování)

|                                                          |               |
|----------------------------------------------------------|---------------|
| Aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA       | 2,17%         |
| Beta nezadlužené pro "Metals & Mining" (Evropa)          | 1,16%         |
| Riziková prémie kapitálového trhu USA                    | 4,60%         |
| Rating České republiky                                   | A1            |
| Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA) | 1,05%         |
| Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům   | 1,5           |
| Riziková prémie země                                     | 1,575%        |
| Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci         | 1,402%        |
| Riziková přírážka za velikost podniku - odhad            | 3%            |
| Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku  | 0,198%        |
| Daňová sazba                                             | 19%           |
| Beta zadlužené                                           | 1,161587      |
| <b>Náklady vlastního kapitálu</b>                        | <b>11,92%</b> |

### 7.1.2 Náklady na cizí kapitál

Pro výpočet průměrné úrokové sazby byl zvolen zjednodušený postup, jelikož společnost čerpá pouze dlouhodobý bankovní úvěr. Jedná se o podíl nákladových úroků ke konci roku a výši úvěru na začátku roku. Úrokovou sazbu jsme odvodili z průměru hodnot z období 2010 - 2014.

Tab. 49 Výpočet nákladů cizího kapitálu (vlastní zpracování)

| tis. Kč                       | 2010          | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   |
|-------------------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| Bankovní úvěry dlouhodobé     | 7878          | 6235   | 4180   | 2471   | 823    |
| Nákladové úroky               | 114           | 81     | 59     | 36     | 19     |
| Úroková sazba                 | 1,274%        | 1,028% | 0,946% | 0,861% | 0,769% |
| <b>Průměrná úroková sazba</b> | <b>0,976%</b> |        |        |        |        |

### 7.1.3 Průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) činí 11,89 %.

Tab. 50 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (vlastní zpracování)

| Položka              | váha           | náklad  | součin  |
|----------------------|----------------|---------|---------|
| Vlastní kapitál      | 99,80%         | 11,916% | 11,893% |
| Cizí kapitál po dani | 0,20%          | 0,790%  | 0,002%  |
| <b>WACC</b>          | <b>11,894%</b> |         |         |

## 7.2 Ocenění metodou DCF entity

Metoda DCF entity vychází z principu současné hodnoty budoucích peněžních toků podniku, výsledkem je hodnota podniku jako celku. Tato metoda pracuje s modelem volného cash flow a má dvě fáze. Nejprve se zaměříme na výpočet volného peněžního toku, a poté se provede diskontování těchto peněžních toků na současnou hodnotu. Druhá fáze se počítá od konce první fáze až do nekonečna.

### 7.2.1 Výpočet volného peněžního toku do firmy (FCFF)

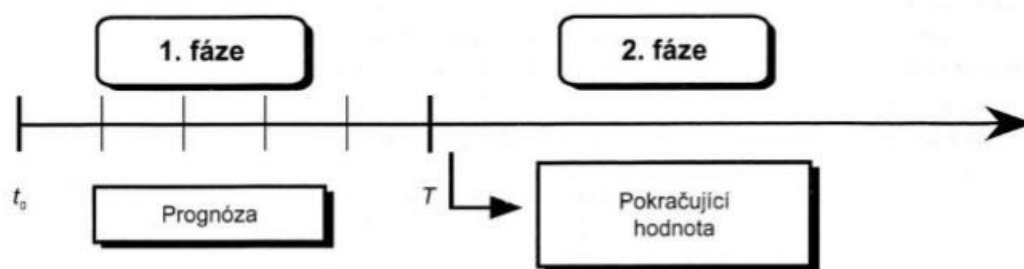
V tomto momentě je zapotřebí zjistit, kolik peněžních prostředků lze z podniku odčerpat, aniž by to mělo vliv na jeho provoz. Volný peněžní tok do firmy vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění upravený o odpisy a ponížený o investice do provozně nutného majetku.

Tab. 51 Výpočet FCFF pro období 2015 - 2018 (vlastní zpracování)

| Volné cash flow pro 1. fázi                  | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
|----------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Korigovaný provozní výsledek hospodaření     | 33 994        | 41 718        | 51 467        | 64 030        |
| Upravená daň                                 | 6 459         | 7 926         | 9 779         | 12 166        |
| <b>Korigovaný provozní VH po dani</b>        | <b>27 535</b> | <b>33 792</b> | <b>41 688</b> | <b>51 864</b> |
| Odpisy                                       | 5 540         | 7 577         | 9 982         | 12 802        |
| Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)    | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Investice do provozně nutného dl. majetku    | -11 517       | -13 553       | -15 959       | -18 779       |
| Investice do provozně nutného prac. kapitálu | 10 755        | -5 470        | -6 811        | -8 620        |
| <b>FCFF (free cash flow to firm)</b>         | <b>32 313</b> | <b>22 345</b> | <b>28 901</b> | <b>37 267</b> |

### 7.2.2 Dvofázová metoda

Dvofázová metoda nám dělí budoucí období na dvě fáze, kdy první fáze trvá 4 roky a vychází z prognózovaného finančního plánu. Druhá fáze následuje po tomto období až do nekonečna, kdy nejsme schopni sestavit prognózu a hodnota této fáze se označuje jako pokračující hodnota a určuje ji perpetuita, neboli věčná platba.



Obr. 18 Dvoufázová metoda (převzato z Maříka, 2011, s. 178)

Diskontováním volného peněžního toku do firmy pro jednotlivé roky a součtem těchto hodnot získáme současnou hodnotu první fáze. Diskontní míra vyjadřuje hodnotu průměrných vážených nákladů kapitálu a činí 11,894 %. Současná hodnota první fáze činí 91 129 tis. Kč.

Tab. 52 Diskontované FCFF pro 1. fázi (vlastní zpracování)

|                                          |               |               |               |               |
|------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Diskontované volné cash flow pro 1. fázi | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
| <b>FCFF (free cash flow to firm)</b>     | <b>32 313</b> | <b>22 345</b> | <b>28 901</b> | <b>37 267</b> |
| Odúročitel pro diskontní míru (WACC)     | 0,893702      | 0,798704      | 0,713804      | 0,637928      |
| <b>Diskontované FCFF k 1. 1. 2015</b>    | <b>28 878</b> | <b>17 847</b> | <b>20 629</b> | <b>23 774</b> |

Odhad pokračující hodnoty druhé fáze je stanoven dvěma způsoby, pomocí Gordonova vzorce a Parametrického vzorce. Výsledky obou vzorců by měly při správném výpočtu dosahovat stejných hodnot. Druhá fáze začíná rokem 2019 a dále.

Pro výpočet Gordonova vzorce je zapotřebí určit stabilní tempo růstu a stabilní diskontní míru. Tzv. terminální míra růstu je základním parametrem pokračující hodnoty a je určena minimálně na úrovni dlouhodobě očekávané inflaci a maximálně na úrovni dlouhodobě udržitelného růstu HDP (Dvořák, 2008). V našem případě je tempo růstu na úrovni 1,45 %, tedy na úrovni průměrné míře inflace od roku 2006 včetně prognózovaných hodnot do roku 2018. Dále gordonův vzorec počítá s pokračující hodnotou druhé fáze v podobě FCFF pro rok 2019, kterou jsme si dopočetli pomocí tempa růstu a volného peněžního toku

roku předcházejícího. Diskontní míra je brána na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál.

Parametrický vzorec vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani pro rok 2019 a pro jeho výpočet je nutné znát míru a rentabilitu investic. Míra investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu vychází podílu změny investovaného kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani pro rok 2019. Rentabilita investic netto udává podíl tempa růstu a míry investic.

V následující tabulce je zobrazen výpočet pokračující hodnoty.

Tab. 53 Odhad pokračující hodnoty 2. fáze v tis. Kč (vlastní zpracování)

|                                |               |
|--------------------------------|---------------|
| Tempo růstu                    | 1,45%         |
| Míra investic netto do DM a PK | 2,34%         |
| Rentabilita investic netto     | 61,71%        |
| <b>FCFF 2019</b>               | <b>51 381</b> |
| Parametrický vzorec            | 491 783       |
| Gordonův vzorec                | 491 783       |

Současnou hodnotu druhé fáze získáme diskontováním pokračující hodnoty, k čemuž použijeme poslední predikovaný odúročitel roku 2018. Současná hodnota druhé fáze činí 313 722 tis. Kč.

Sečtením současné hodnoty první a druhé fáze, zjistíme provozní hodnotu brutto, od níž odečteme hodnotu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a dostaneme provozní hodnotu netto. Jelikož uvažujeme neprovozní majetek k datu ocenění v podobě nepotřebného krátkodobého majetku, je provozní hodnota netto o tento majetek navýšena a výsledkem je výsledná hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění.

Tab. 54 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění (vlastní zpracování)

| <b>Výnosové ocenění k 1. 1. 2015</b>                 | tis. Kč        |
|------------------------------------------------------|----------------|
| Současná hodnota 1. fáze                             | 91 129         |
| Současná hodnota 2. fáze                             | 313 722        |
| <b>Provozní hodnota brutto</b>                       | <b>404 851</b> |
| Úročený cizí kapitál k datu ocenění                  | 823            |
| <b>Provozní hodnota netto</b>                        | <b>404 028</b> |
| Neprovozní majetek k datu ocenění                    | 12 500         |
| <b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF</b> | <b>416 528</b> |

Oceněním metodou diskontovaného cash flow (entity) byla vypočítána výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti KASKO - Formy spol. s r.o., která ke dni 31.12.2014 činí 416 528 tis. Kč.

### 7.3 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Stejně jako u ocenění metodou DCF jsme i zde zvolili dvoufázovou metodu výpočtu. Hodnota podniku zjištěná metodou EVA (Economic Value Added) je založena na tvorbě ekonomického zisku. Diskontní míra je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu a činí 11,894 %. Současná hodnota první fáze se stanoví jako součet všech diskontovaných hodnot EVA za jednotlivé plánované roky. Současná hodnota druhé fáze je vyjádřena pokračující hodnotou.

Ekonomická přidaná hodnota se vypočítá následovně:

$$EVA = NOPAT - NOA * WACC$$

kde: NOPAT - net operating profit after taxes, pro náš výpočet odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po dani,

NOA - net operating assets, pro náš výpočet se jedná o provozně nutný investovaný kapitál.

V následující tabulce je znázorněn výpočet ekonomické přidané hodnoty pro jednotlivé plánované roky 2015 - 2018 a přidán i rok 2019, který bude potřeba pro výpočet pokračující hodnoty druhé fáze.

Tab. 55 Výpočet EVA pro období 2015 - 2019 (Vlastní zpracování)

| tis. Kč               | 2014   | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019   |
|-----------------------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|
| NOPAT                 | 19 839 | 27 535        | 33 792        | 41 688        | 51 864        | 52 614 |
| NOA (ke konci období) | 51 214 | 46 436        | 57 882        | 70 670        | 85 267        | 87 265 |
| WACC x NOAt-1         | x      | 6 091         | 5 523         | 6 885         | 8 406         | 10 142 |
| <b>EVA</b>            |        | <b>21 444</b> | <b>28 269</b> | <b>34 804</b> | <b>43 459</b> | 42 472 |

Diskontováním hodnot EVA v jednotlivých letech a jejich kumulací získáme současnou hodnotu první fáze, která činí 94 309 tis. Kč.

Tab. 56 Diskontovaná EVA pro 1. fázi (vlastní zpracování)

| tis. Kč                              | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ekonomická přidaná hodnota</b>    | <b>21 444</b> | <b>28 269</b> | <b>34 804</b> | <b>43 459</b> |
| Odůročitel pro diskontní míru (WACC) | 0,893702      | 0,798704      | 0,713804      | 0,637928      |
| <b>EVA diskontovaná</b>              | <b>19 164</b> | <b>22 578</b> | <b>24 843</b> | <b>27 723</b> |

Pro výpočet pokračující hodnoty druhé fáze využijeme Gordonův vzorec, kde doplníme hodnotu EVA za rok 2019, diskontní míra a tempo růstu předpokládáme stejné jako v případě ocenění metodou DCF entity. Diskontováním pokračující hodnoty získáme současnou hodnotu druhé fáze, která činí 259 328 tis. Kč.

Sečtením první a druhé fáze získáme hodnotu MVA (Market Value Added), neboli tržní přidanou hodnotu. Přičtením NOA k datu ocenění 31.12.2014 získáme provozní hodnotu brutto a stejně jako u metody DCF entity po odečtení úročeného cizího kapitálu nám vyjde provozní hodnotu netto, která se nám navýší o neprovozní majetek k datu ocenění a vyjde nám výsledná hodnota vlastního kapitálu.

Tab. 57 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění (vlastní zpracování)

|                                                      |                |
|------------------------------------------------------|----------------|
| <b>Výnosové ocenění k 1. 1. 2015</b>                 | tis. Kč        |
| Současná hodnota 1. fáze                             | 94 309         |
| Současná hodnota 2. fáze                             | 259 328        |
| <b>MVA</b>                                           | <b>353 637</b> |
| NOA k datu ocenění                                   | 51 214         |
| Provozní hodnota brutto                              | 404 851        |
| Úročený cizí kapitál k datu ocenění                  | 823            |
| Provozní hodnota netto                               | 404 028        |
| Neprovozní majetek k datu ocenění                    | 12 500         |
| <b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA</b> | <b>416 528</b> |

Oceněním metodou ekonomické přidané hodnoty byla vypočítána výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti KASKO - Formy spol. s r.o., která ke dni 31.12.2014 činí 416 528 tis. Kč.

## 8 Závěr

Hlavním cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku KASKO - Formy spol. s r.o. k datu 31. 12. 2014, za využití výnosových metod ocenění, kdy byla využita ekonomická přidaná hodnota a metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity.

Před samotným oceněním bylo nutné provést několik dílčích cílů. Nejdříve byla vypracována strategická a finanční analýzy a po zhodnocení výsledků plynoucích z těchto analýz byla stanovena SWOT analýza.

Ze strategické analýzy vyplynulo, že příchod dalšího konkurenta by neměl společnost vážně ohrožit, ale měla by se spíše obávat konkurenčních tlaků mezi stávajícími společnostmi působícími v odvětví výroby forem, zaměřených převážně na automobilový průmysl. Byl vymezen relevantní trh, pro který byl dle klasifikace CZ-NACE 25 zvolen trh Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení. Tento trh byl predikován na další 4 roky a výsledkem byla prognóza tržeb odvětví a podniku. Jelikož očekáváme růst tržního podílu v návaznosti na růst tržeb, lze přijmout předpoklad dlouhodobého trvání podniku, se kterým jsou spojeny výnosové metody.

Z finanční analýzy bylo zhodnoceno finanční zdraví společnosti v letech 2010 - 2014, kde byly odhaleny mírné nedostatky v oblasti likvidity, které však neohrožují výrazně zdraví podniku. Naopak v oblasti rentability si společnost vede lépe oproti odvětví. Dle souhrnných indexů hodnocení, i když se podnik pohybuje převážně v šedé zóně, což je typické pro mnoho českých firem, můžeme poukázat na postupné zlepšení situace podniku. Jak již vyplynulo ze strategické analýzy, tak i výsledky finanční analýzy vykazují perspektivní a dlouhotrvající růst a je tak splněna podmínka pro využití výnosových metod oceňování podniku.



Dále byl sestaven finanční plán pro období 2015 - 2018 na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Předtím bylo nutné rozdělit majetek na provozně potřebný a nepotřebný majetek, kdy byl pouze krátkodobý finanční majetek nad požadovanou likviditou 24 % vyloučen jako nenutný majetek, posléze byl zařazen až do závěru ocenění. Generátory byly plánovány procentním podílem na tržbách, dobou obratu či geometrickým průměrem předcházejících let.

Pro konečné ocenění byly vybrány dvě výnosové metody, a to metoda diskontovaných cash flow DCF entity a ekonomická přidaná hodnota EVA, pro něž bylo nutné stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. K odvození nákladů na vlastní kapitál jsme postupovali dle modifikace modelu CAPM. Výsledek hodnoty společnosti při použití obou metod vyšel stejný, což svědčí o správném postupu výpočtu. Tímto je naplněn cíl práce.

Stanovená hodnota podniku KASKO - Formy spol. s r.o. k datu 31. 12. 2014 zjištěná oběma metodami je ve výši 416 528 tis. Kč.

## 9 Literatura

- ALTMAN, E. I. *Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-score and Zeta models* [online]. [cit. 2015-11-15]. Dostupné na: <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/PredFnclDistr.pdf>.
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Statistiky*. [online]. 2015 [cit. 2015-11-25]. Dostupné na: <https://www.czso.cz/csu/czso/statistiky>.
- DAMODARAN, A. *Annual Returns on Stocks, T. Bonds and T. Bills: 1928 - Current. Damodaran. com* [online]. 2015 [cit. 2015-11-25]. Dostupné na: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html).
- DAMODARAN, A. *Country Default Spreads and Risk Premiums. Damodaran. com* [online]. 2015 [cit. 2015-11-25]. Dostupné na: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. Vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- DVOŘÁK, A. *Odhad parametrů pokračující hodnoty DCF*. *Ekonomika a management* [online]. 2008, č. 4 [cit. 2015-12-15]. Dostupné na: <http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz/clanek-odhad-parametru-pokracujici-hodnoty-v-modelu-dcf.html>.
- GERŠLOVÁ, J. *Vádemékum vědecké a odborné práce*. 2009. 148 s. ISBN 978-80-7431-002-7.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Inflation. Imf. org* [online]. 2015 [cit. 2015-11-25]. Dostupné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/weorept.aspx?s=y=2012&ey=%202019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&pr1.x>

=27&pr1.y=6&c=935%2C%20111&s=PCPI%2CPCPIPCCH%2CPCPIE%2CPCPIEPCH&grp=0&a=#cs2

KARAS, M., REŽŇÁKOVÁ, M. *Bankruptcy prediction model of industrial enterprises in the Czech Republic. International journal of mathematical models and methods in applied sciences*, 7, 2013. 519 - 531 s.

KASKO - FORMY.CZ *Výroba forem*. [online]. [cit. 2015-11-25]. Dostupné na: <http://www.kasko.cz/kasko-formy/>.

KISLINGEROVÁ, E. *Ocenění podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.

MAGRETTA, J. *Michael Porter jasně a srozumitelně: o konkurenci a strategii*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2012. 231 s. ISBN 978-80-7261-251-2.

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.

MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firmy*. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 978-80-86119-09-0.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Diskontní míra pro výnosové ocenění podniku*. PRAHA: OECONOMICA (INSTITUT OCEŇOVÁNÍ MAJETKU). 2007. 242 s. ISBN 97880-245-1242-6.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Makroekonomická predikce ČR leden 2015*. Mfcr.cz [online]. 2015 [cit. 2015-11-20]. Dostupné na: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-leden-2015-20401>.

- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu 2014*. Mpo.cz [online]. 2015 [cit. 2015-11-20]. Dostupné na: <http://www.mpo.cz/dokument161359.html>.
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu 2013*. Mpo.cz [online]. 2015 [cit. 2015-11-20]. Dostupné na: <http://www.mpo.cz/dokument154179.html>.
- NEUMAIER, I., NEUMAIEROVÁ, I., *Index IN05. In: Sborník příspěvků mezinárodní vědecké konference "Evropské finanční systémy."* Brno: Ekonomicko-správní fakulta Masarykovy university v Brně, 2005. 143 - 148 s. ISBN 80-210-3753-9.
- Občanský zákoník. *Business.center.cz* [online]. 2014 [cit. 2014-11-15]. Dostupné na: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>.
- Obchodní zákoník. *Business.center.cz* [online]. 2014 [cit. 2014-11-15]. Dostupné na: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/cast1.aspx>.
- OR.JUSTICE.CZ *Účetní závěrka KASKO - Formy spol. s r.o. 2009 - 2014*. [online]. [cit. 2015-11-15]. dostupné na: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=576841>.
- OR.JUSTICE.CZ *Výroční zpráva KASKO - Formy spol. s r.o. 2013 - 2014*. [online]. [cit. 2015-11-15]. dostupné na: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=576841>.
- SEDLÁČKOVÁ, H. *Strategická analýza*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- US. DEPARTMENT OF TREASURY. *Daily Treasury Yield Curve Rates*. *Treasury.gov* [online]. 2015 [cit. 2015-11-25]. Dostupné na: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2014>.

## 10 Seznam zkratek

CAPM - Model oceňování kapitálových aktiv

ČPK - čistý pracovní kapitál

ČSÚ - Český statistický úřad

DCF - diskontované peněžní toky

EAT - čistý zisk

EBT - zisk před zdaněním

EBIT - zisk před zdaněním a úroky

EVA - ekonomická přidaná hodnota

FCF - volný peněžní tok

FCFF - volné peněžní toky do firmy

HDP - hrubý domácí produkt

HV - hospodářský výsledek

KPVH - korigovaný provozní výsledek hospodaření

MPO - Ministerstvo průmyslu a obchodu

MVA - tržní přidaná hodnota

NOA - čistá operační aktiva

NOPAT - zisk z operační činnosti podniku po dani

ROA - rentabilita celkových aktiv

ROE - rentabilita vlastního kapitálu

ROS - rentabilita tržeb

WACC - průměrné vážené náklady kapitálu

## 11 Seznam tabulek

|         |                                                           |     |
|---------|-----------------------------------------------------------|-----|
| Tab. 1  | Výpočet korigovaného výsledku hospodaření                 | 33  |
| Tab. 2  | Výpočet pracovního kapitálu                               | 36  |
| Tab. 3  | Schéma výpočtu volných peněžních toků                     | 43  |
| Tab. 4  | Zjištění výsledné hodnoty podniku                         | 49  |
| Tab. 5  | Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu                  | 59  |
| Tab. 6  | Výpočet tržní hodnoty operačních aktiv                    | 59  |
| Tab. 7  | Stojní vybavení společnosti k datu ocenění                | 64  |
| Tab. 8  | Vývoj HDP v běžných cenách                                | 66  |
| Tab. 9  | Vývoj inflace ČR                                          | 67  |
| Tab. 10 | Vývoj tržeb a tržních podílů konkurentů                   | 71  |
| Tab. 11 | Vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby v tis. Kč         | 73  |
| Tab. 12 | Vývoj tržeb odvětví a tržního podílu společnosti          | 73  |
| Tab. 13 | Horizontální analýza aktiv                                | 75  |
| Tab. 14 | Vertikální analýza aktiv                                  | 75  |
| Tab. 15 | Horizontální analýza pasiv                                | 77  |
| Tab. 16 | Vertikální analýza pasiv                                  | 77  |
| Tab. 17 | Horizontální analýza VZZ                                  | 79  |
| Tab. 18 | Vertikální analýza VZZ                                    | 79  |
| Tab. 19 | Ukazatele platební schopnosti                             | 81  |
| Tab. 20 | Ukazatele rentability                                     | 82  |
| Tab. 21 | Ukazatele aktivity                                        | 83  |
| Tab. 22 | Ukazatele zadluženosti                                    | 84  |
| Tab. 23 | Ukazatele produktivity práce v tis. Kč                    | 84  |
| Tab. 24 | Altmanův index finančního zdraví                          | 86  |
| Tab. 25 | Index IN05                                                | 87  |
| Tab. 26 | Index bankrotu                                            | 88  |
| Tab. 27 | Provozně nutné peníze                                     | 92  |
| Tab. 28 | Provozně nutný investovaný kapitál                        | 93  |
| Tab. 29 | Korigovaný provozní výsledek hospodaření                  | 93  |
| Tab. 30 | Prognóza tržeb relevantního trhu metodou časové řady      | 97  |
| Tab. 31 | Volba makroekonomických proměnných                        | 98  |
| Tab. 32 | Prognóza tržeb relevantního trhu metodou regresní analýzy | 100 |
| Tab. 33 | Prognóza tržeb společnosti KASKO - Formy                  | 101 |

|         |                                                                |     |
|---------|----------------------------------------------------------------|-----|
| Tab. 34 | Prognóza ziskové marže shora                                   | 102 |
| Tab. 35 | Prognóza ziskové marže zdola                                   | 103 |
| Tab. 36 | Doba obratu ve dnech vztaženo k tržbám                         | 104 |
| Tab. 37 | Upravený pracovní kapitál                                      | 105 |
| Tab. 38 | Investiční náročnost do nehmotného majetku za minulost         | 106 |
| Tab. 39 | Investiční náročnost do samostatných movitých věcí za minulost | 106 |
| Tab. 40 | Odhad investic pro budoucí období 2015 - 2018                  | 107 |
| Tab. 41 | Celkové hodnoty investic do dlouhodobého majetku               | 107 |
| Tab. 42 | Předběžné ocenění podniku na základě generátorů hodnoty        | 109 |
| Tab. 43 | Plánovaný výkaz zisku a ztráty                                 | 112 |
| Tab. 44 | Plánovaná rozvaha - aktiva                                     | 113 |
| Tab. 45 | Plánovaná rozvaha - pasiva                                     | 114 |
| Tab. 46 | Plánované cash flow                                            | 116 |
| Tab. 47 | Prognóza inflace ČR a USA                                      | 119 |
| Tab. 48 | Výpočet nákladů vlastního kapitálu                             | 120 |
| Tab. 49 | Výpočet nákladů cizího kapitálu                                | 120 |
| Tab. 50 | Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu                   | 120 |
| Tab. 51 | Výpočet FCFF pro období 2015 - 2018                            | 121 |
| Tab. 52 | Diskontované FCFF pro 1. fázi                                  | 122 |
| Tab. 53 | Odhad pokračující hodnoty 2. fáze v tis. Kč                    | 123 |
| Tab. 54 | Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění     | 124 |
| Tab. 55 | Výpočet EVA pro období 2015 - 2019                             | 125 |
| Tab. 56 | Diskontovaná EVA pro 1. fázi                                   | 125 |
| Tab. 57 | Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění     | 126 |

## 12 Seznam obrázků

|         |                                                               |     |
|---------|---------------------------------------------------------------|-----|
| Obr. 1  | Schéma strategické analýzy                                    | 22  |
| Obr. 2  | Prognóza tržeb oceňovaného podniku                            | 24  |
| Obr. 3  | Generátory hodnoty                                            | 34  |
| Obr. 4  | Postup sestavování finančního plánu                           | 40  |
| Obr. 5  | Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity                     | 46  |
| Obr. 6  | Schéma postupu při iterativním výpočtu kapitálové struktury   | 52  |
| Obr. 7  | Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu            | 54  |
| Obr. 8  | Průměrný počet zaměstnanců v letech 2010 - 2014               | 62  |
| Obr. 9  | Organizační struktura společnosti                             | 62  |
| Obr. 10 | Vývoj investic v letech 2014 - 2010 v tis.                    | 63  |
| Obr. 11 | Počet podniků v rámci CZ-NACE 25.1 za roky 2007 - 2013        | 70  |
| Obr. 12 | Vývoj relevantního trhu - lineární trend časové řady          | 94  |
| Obr. 13 | Vývoj relevantního trhu - exponenciální trend časové řady     | 95  |
| Obr. 14 | Vývoj relevantního trhu - kvadratický trend časové řady       | 96  |
| Obr. 15 | Vývoj relativního trhu - lineární trend regresní analýzy      | 98  |
| Obr. 16 | Vývoj relativního trhu - exponenciální trend regresní analýzy | 99  |
| Obr. 17 | Vývoj relativního trhu - kvadratický trend regresní analýzy   | 99  |
| Obr. 18 | Dvoufázová metoda                                             | 122 |

## 13 Seznam příloh

|             |                                                                     |     |
|-------------|---------------------------------------------------------------------|-----|
| Příloha 1:  | Rozvaha - aktiva společnosti KASKO - Formy spol. s r.o. 2010 - 2014 | 136 |
| Příloha 2:  | Rozvaha - pasiva společnosti KASKO - Formy spol. s r.o. 2010 - 2014 | 137 |
| Příloha 3:  | Výkaz zisku a ztráty spol. KASKO - Formy spol. s r.o. 2010 - 2014   | 138 |
| Příloha 4:  | Cash flow společnosti KASKO - Formy spol. s r.o. 2010 - 2014        | 139 |
| Příloha 5:  | Vývoj tržeb relevantního trhu metodou časových řad                  | 140 |
| Příloha 6:  | Vývoj tržeb relevantního trhu metodou regresní analýzy              | 140 |
| Příloha 7:  | Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku konkurence     | 141 |
| Příloha 8:  | Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů                        | 142 |
| Příloha 9:  | Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu         | 143 |
| Příloha 10: | Citlivostní analýza                                                 | 143 |



## 14 Přílohy

Příloha 1: Rozvaha - aktiva společnosti KASKO - Formy spol. s r.o. 2010 - 2014

| Tis. Kč                                        | 2010          | 2011          | 2012          | 2013           | 2014           |
|------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>AKTIVA CELKEM</b>                           | <b>48 234</b> | <b>85 891</b> | <b>96 618</b> | <b>123 012</b> | <b>145 537</b> |
| <b>Dlouhodobý majetek</b>                      | <b>13 499</b> | <b>12 620</b> | <b>14 360</b> | <b>26 786</b>  | <b>22 347</b>  |
| <b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>             | <b>1 235</b>  | <b>224</b>    | <b>179</b>    | <b>108</b>     | <b>67</b>      |
| Software                                       | 1 235         | 224           | 179           | 108            | 67             |
| <b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>               | <b>12 264</b> | <b>12 396</b> | <b>14 181</b> | <b>26 678</b>  | <b>22 280</b>  |
| Samostatné movité věci a soubory movitých věcí | 12 264        | 12 396        | 14 144        | 26 678         | 22 280         |
| Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek          |               |               | 37            |                |                |
| <b>Dlouhodobý finanční majetek</b>             |               |               |               |                |                |
| <b>Oběžná aktiva</b>                           | <b>34 478</b> | <b>73 116</b> | <b>81 966</b> | <b>95 944</b>  | <b>122 571</b> |
| <b>Zásoby</b>                                  | <b>22 293</b> | <b>18 948</b> | <b>40 915</b> | <b>54 010</b>  | <b>78 300</b>  |
| Materiál                                       | 266           | 116           | 448           | 1 144          | 235            |
| Nedokončená výroba a polotovary                | 20 003        | 17 913        | 24 137        | 52 833         | 76 087         |
| Zboží                                          | 2 024         | 919           | 16 330        | 33             | 1 978          |
| <b>Dlouhodobé pohledávky</b>                   |               |               |               |                |                |
| <b>Krátkodobé pohledávky</b>                   | <b>4 483</b>  | <b>32 357</b> | <b>17 754</b> | <b>22 015</b>  | <b>18 920</b>  |
| Pohledávky z obchodních vztahů                 | 2 481         | 4 712         | 8 493         | 8 547          | 6 751          |
| Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění     |               |               |               |                |                |
| Krátkodobé poskytnuté zálohy                   | 540           | 16 659        | 7 196         | 13 324         | 11 990         |
| Dohadné účty aktivní                           |               |               |               | 44             |                |
| Jiné pohledávky                                | 1 462         | 10 986        | 2 065         | 100            | 179            |
| <b>Krátkodobý finanční majetek</b>             | <b>7 702</b>  | <b>21 811</b> | <b>23 297</b> | <b>19 919</b>  | <b>25 351</b>  |
| Peníze                                         | 44            | 80            | 49            | 43             | 73             |
| Účty v bankách                                 | 7 658         | 21 731        | 23 248        | 7 376          | 12 778         |
| Krátkodobé cenné papíry a podíly               |               |               |               | 12 500         | 12 500         |
| <b>Časové rozlišení</b>                        | <b>257</b>    | <b>155</b>    | <b>292</b>    | <b>282</b>     | <b>619</b>     |
| Náklady příštích období                        | 257           | 155           | 139           | 156            | 390            |
| Příjmy příštích období                         |               |               | 153           | 126            | 229            |

Příloha 2: Rozvaha - pasiva společnosti KASKO - Formy spol. s r.o. 2010 - 2014

|                                          |               |               |               |                |                |
|------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Tis. Kč                                  | 2010          | 2011          | 2012          | 2013           | 2014           |
| <b>PASIVA</b>                            | <b>48 234</b> | <b>85 891</b> | <b>96 618</b> | <b>123 012</b> | <b>145 537</b> |
| <b>Vlastní kapitál</b>                   | <b>10 603</b> | <b>16 378</b> | <b>31 423</b> | <b>48 900</b>  | <b>61 559</b>  |
| <b>Základní kapitál</b>                  | <b>300</b>    | <b>300</b>    | <b>300</b>    | <b>300</b>     | <b>300</b>     |
| Základní kapitál                         | 300           | 300           | 300           | 300            | 300            |
| <b>Kapitálové fondy</b>                  |               |               |               |                |                |
| <b>Fondy ze zisku</b>                    | <b>2 577</b>  | <b>2 577</b>  | <b>2 577</b>  | <b>2 577</b>   | <b>2 577</b>   |
| Zákonný rezervní fond                    | 104           | 104           | 104           | 104            | 104            |
| Statutární a ostatní fondy               | 2 473         | 2 473         | 2 473         | 2 473          | 2 473          |
| <b>Výsledek hospodaření minulých let</b> | <b>4 116</b>  | <b>6 826</b>  | <b>11 701</b> | <b>23 746</b>  | <b>40 023</b>  |
| Nerozdělený zisk minulých let            | 4 116         | 6 826         | 11 701        | 23 476         | 40 023         |
| <b>Výsledek hospodaření b.ú. období</b>  | <b>3 610</b>  | <b>6 675</b>  | <b>16 845</b> | <b>22 277</b>  | <b>18 659</b>  |
| <b>Cizí zdroje</b>                       | <b>37 574</b> | <b>69 465</b> | <b>63 860</b> | <b>69 447</b>  | <b>79 318</b>  |
| <b>Rezervy</b>                           |               |               |               |                |                |
| <b>Dlouhodobé závazky</b>                | <b>1 636</b>  | <b>1 455</b>  | <b>1 249</b>  | <b>1 236</b>   | <b>1 332</b>   |
| Odložený daňový závazek                  | 1 636         | 1 455         | 1 249         | 1 236          | 1 332          |
| <b>Krátkodobé závazky</b>                | <b>28 009</b> | <b>61 775</b> | <b>58 431</b> | <b>65 740</b>  | <b>77 163</b>  |
| Závazky z obchodních vztahů              | 3 145         | 4 490         | 5 655         | 5 101          | 10 139         |
| Závazky ke společníkům                   |               |               |               |                | 32             |
| Závazky k zaměstnancům                   | 777           | 858           | 1 017         | 1 078          | 1 092          |
| Závazky ze soc. zabezpečení a zdr. poj.  | 467           | 530           | 640           | 676            | 684            |
| Stát - daňové závazky a dotace           | 981           | 2 729         | 2 678         | 4 090          | 468            |
| Krátkodobé přijaté zálohy                | 22 557        | 53 122        | 48 279        | 54 741         | 64 694         |
| Jiné závazky                             | 82            | 46            | 162           | 54             | 54             |
| <b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>         | <b>7 929</b>  | <b>6 235</b>  | <b>4 180</b>  | <b>2 471</b>   | <b>823</b>     |
| Bankovní úvěry dlouhodobé                | 7 878         | 6 235         | 4 180         | 2 471          | 823            |
| Krátkodobé bankovní úvěry                | 51            |               |               |                |                |
| <b>Časové rozlišení</b>                  | <b>57</b>     | <b>48</b>     | <b>1 335</b>  | <b>4 665</b>   | <b>4 660</b>   |
| Výdaje příštích období                   | 57            | 48            | 5             | 135            | 76             |
| Výnosy příštích období                   |               |               | 1 330         | 4 530          | 4 584          |

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti KASKO - Formy spol. s r.o. 2010 - 2014

| <b>Výkaz zisku a ztráty</b>                   | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          |
|-----------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tržby za prodej zboží                         | 16 318        | 9 741         | 23 469        | 46 699        | 23 502        |
| Náklady vynaložené na prodané zboží           | 12 022        | 6 753         | 17 203        | 30 732        | 17 875        |
| <b>Obchodní marže</b>                         | <b>4 296</b>  | <b>2 988</b>  | <b>6 266</b>  | <b>15 967</b> | <b>5 627</b>  |
| Výkony                                        | 38 161        | 47 532        | 75 933        | 97 247        | 121 039       |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb    | 37 132        | 49 607        | 69 694        | 68 538        | 97 754        |
| Změna stavu zásob vlastní činnosti            | 1 001         | -2 090        | 6 223         | 28 696        | 23 255        |
| Aktivace                                      | 28            | 15            | 16            | 13            | 30            |
| Výkonová spotřeba                             | 17 114        | 19 472        | 36 899        | 55 336        | 71 799        |
| Spotřeba materiálu a energie                  | 8 448         | 10 853        | 17 864        | 33 119        | 46 198        |
| Služby                                        | 8 666         | 8 619         | 19 035        | 22 217        | 25 601        |
| <b>Přidaná hodnota</b>                        | <b>25 343</b> | <b>31 048</b> | <b>45 300</b> | <b>57 878</b> | <b>54 867</b> |
| Osobní náklady                                | 17 349        | 18 066        | 20 921        | 22 520        | 24 964        |
| Mzdové náklady                                | 12 182        | 12 598        | 14 594        | 15 574        | 16 877        |
| Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. poj.     | 4 151         | 4 350         | 5 056         | 5 402         | 6 034         |
| Sociální náklady                              | 1 016         | 1 118         | 1 271         | 1 544         | 2 053         |
| Daně a poplatky                               | 11            | 21            | 19            | 25            | 29            |
| Odpisy dl. nehmotného a hmotného m.           | 3 507         | 3 715         | 3 551         | 4 674         | 5 540         |
| Tržby z prodeje dlouhodobého m. a mat.        | 84            | 328           | 5             | 1             | 77            |
| Tržby z prodeje dlouhodobého majetku          | 84            | 328           | 5             | 1             |               |
| Tržby z prodeje materiálu                     |               |               |               |               | 77            |
| Zůstatková cena prodaného dl. m. a mat.       |               | 368           |               |               |               |
| Zůstatková cena prodaného dl. majetku         |               | 368           |               |               |               |
| Ostatní provozní výnosy                       | 571           | 239           | 328           | 646           | 492           |
| Ostatní provozní náklady                      | 204           | 162           | 210           | 453           | 333           |
| <b>Provozní výsledek hospodaření</b>          | <b>4 927</b>  | <b>9 283</b>  | <b>20 932</b> | <b>30 853</b> | <b>24 570</b> |
| Výnosové úroky                                | 2             | 7             | 9             | 163           | 503           |
| Nákladové úroky                               | 114           | 81            | 59            | 36            | 19            |
| Ostatní finanční výnosy                       | 1 266         | 3 223         | 2 597         | 3 296         | 864           |
| Ostatní finanční náklady                      | 1 708         | 4 179         | 3 149         | 6 894         | 3 375         |
| <b>Finanční výsledek hospodaření</b>          | <b>-554</b>   | <b>-1 030</b> | <b>-602</b>   | <b>-3 471</b> | <b>-2 027</b> |
| Daň z příjmů za běžnou činnost                | 763           | 1 578         | 3 485         | 5 105         | 3 884         |
| Splatná                                       | 842           | 1 759         | 3 691         | 5 105         | 3 788         |
| Odložená                                      | -79           | -181          | -206          | -13           | 96            |
| <b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b> | <b>3 610</b>  | <b>6 675</b>  | <b>16 845</b> | <b>22 277</b> | <b>18 659</b> |
| <b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>         |               |               |               |               |               |
| <b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>  | <b>3 610</b>  | <b>6 675</b>  | <b>16 845</b> | <b>22 277</b> | <b>18 659</b> |
| <b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>     | <b>4 373</b>  | <b>8 253</b>  | <b>20 330</b> | <b>27 382</b> | <b>22 543</b> |

Příloha 4: Cash flow společnosti KASKO - Formy spol. s r.o. 2010 - 2014

|            | Položka                                                          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013           | 2014           |
|------------|------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>P.</b>  | <b>Stav peněžních prostředků na počátku účetního období</b>      | <b>1 849</b>  | <b>7 702</b>  | <b>21 811</b> | <b>23 297</b>  | <b>19 919</b>  |
| <b>A</b>   | <b>PENĚŽNÍ TOK Z BĚŽNÉ A MIMOŘÁDNÉ ČINNOSTI</b>                  |               |               |               |                |                |
| <b>Z.</b>  | <b>Účetní zisk/ztráta z běžné činnosti před zdaněním</b>         | <b>3 610</b>  | <b>6 675</b>  | <b>16 845</b> | <b>22 277</b>  | <b>18 659</b>  |
| <b>A.1</b> | <b>Úpravy o nepeněžní operace</b>                                | <b>3 423</b>  | <b>3 755</b>  | <b>3 546</b>  | <b>4 673</b>   | <b>5 463</b>   |
| A.1.1      | Odpisy stálých aktiv                                             | 3 507         | 3 715         | 3 551         | 4 674          | 5 540          |
| A.1.3      | Zisk/ztráta z prodeje dlouhodobého majetku                       | -84           | 40            | -5            | -1             | -77            |
| <b>A.2</b> | <b>Úpravy oběžných aktiv</b>                                     | <b>1 270</b>  | <b>9 330</b>  | <b>-9 558</b> | <b>-6 707</b>  | <b>-10 114</b> |
| A.2.1      | Změna stavu pohledávek a aktivních účtů čas. rozlišení           | -1 766        | -27 772       | 14 466        | -4 251         | 2 758          |
| A.2.2      | Změna stavu krátkodobých závazků a pasivních účtů čas. rozlišení | 5 694         | 33 757        | -2 057        | 10 639         | 11 418         |
| A.2.3      | Změna stavu zásob                                                | -2 658        | 3 345         | -21 967       | -13 095        | -24 290        |
| <b>***</b> | <b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>                     | <b>8 303</b>  | <b>19 760</b> | <b>10 833</b> | <b>20 243</b>  | <b>14 008</b>  |
| <b>B</b>   | <b>INVESTIČNÍ ČINNOST</b>                                        |               |               |               |                |                |
| <b>B.1</b> | <b>Nabytí dlouhodobého majetku</b>                               | <b>-1 012</b> | <b>-3 204</b> | <b>-5 291</b> | <b>-17 100</b> | <b>-1 101</b>  |
| B.1.1      | Nabytí DHM a DNM                                                 | -1 012        | -3 204        | -5 291        | -17 100        | -1 101         |
| <b>B.2</b> | <b>Výnosy z prodeje DHM a DNM</b>                                | <b>84</b>     | <b>328</b>    | <b>5</b>      | <b>1</b>       | <b>77</b>      |
| <b>***</b> | <b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>                   | <b>-928</b>   | <b>-2 876</b> | <b>-5 286</b> | <b>-17 099</b> | <b>-1 024</b>  |
| <b>C</b>   | <b>FINANČNÍ ČINNOST</b>                                          |               |               |               |                |                |
| <b>C.1</b> | <b>Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů</b>                  | <b>-1 101</b> | <b>-1875</b>  | <b>-2261</b>  | <b>-1722</b>   | <b>-1552</b>   |
| C.1.1      | Změna stavu dlouhodobých úvěrů                                   | -1 073        | -1 643        | -2 055        | -1 709         | -1 648         |
| C.1.2      | Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů                        | 51            | -51           | 0             | 0              | 0              |
| C.1.3      | Změna stavu dlouhodobých závazků                                 | -79           | -181          | -206          | -13            | 96             |
| <b>C.2</b> | <b>Zvýšení a snížení vlastního kapitálu z vybr. operací</b>      | <b>-421</b>   | <b>-900</b>   | <b>-1800</b>  | <b>-4800</b>   | <b>-6000</b>   |
| C.2.1      | Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)                | -421          | -900          | -1 800        | -4 800         | -6 000         |
| <b>***</b> | <b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>                     | <b>-1 522</b> | <b>-2775</b>  | <b>-4061</b>  | <b>-6522</b>   | <b>-7552</b>   |
| <b>F</b>   | <b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>                                        | <b>5 853</b>  | <b>14 109</b> | <b>1 486</b>  | <b>-3 378</b>  | <b>5 432</b>   |
| <b>R</b>   | <b>Stav peněžních prostředků na konci účetního období</b>        | <b>7 702</b>  | <b>21 811</b> | <b>23 297</b> | <b>19 919</b>  | <b>25 351</b>  |

Příloha 5: Vývoj tržeb relevantního trhu metodou časových řad

|                   | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| lineární          | 251 980 500 | 257 451 000 | 262 921 500 | 268 392 000 | 273 862 500 | 279 333 000 | 284 803 500 | 290 274 000 | 295 744 500 |
| meziroční růst    |             | 102,17%     | 102,12%     | 102,08%     | 102,04%     | 102,00%     | 101,96%     | 101,92%     | 101,88%     |
| průměr            | 102,02%     |             |             |             |             |             |             |             |             |
| exponenciální     | 251 853 582 | 256 875 337 | 261 997 221 | 267 221 231 | 272 549 404 | 277 983 816 | 283 526 586 | 289 179 874 | 294 945 884 |
| meziroční růst    |             | 101,99%     | 101,99%     | 101,99%     | 101,99%     | 101,99%     | 101,99%     | 101,99%     | 101,99%     |
| průměr            | 101,99%     |             |             |             |             |             |             |             |             |
| kvadratický trend | 270 844 700 | 262 170 800 | 257 538 300 | 256 947 200 | 260 397 500 | 267 889 200 | 279 422 300 | 294 996 800 | 314 612 700 |
| meziroční růst    |             | 96,80%      | 98,23%      | 99,77%      | 101,34%     | 102,88%     | 104,31%     | 105,57%     | 106,65%     |
| průměr            | 101,94%     |             |             |             |             |             |             |             |             |

Příloha 6: Vývoj tržeb relevantního trhu metodou regresní analýza

|                   | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| lineární          | 238 286 168 | 264 975 522 | 280 061 441 | 272 374 179 | 274 990 112 | 280 642 102 | 282 718 885 | 285 890 572 | 300 676 790 |
| meziroční růst    |             | 111,20%     | 105,69%     | 97,26%      | 100,96%     | 102,06%     | 100,74%     | 101,12%     | 105,17%     |
| průměr            | 103,02%     |             |             |             |             |             |             |             |             |
| exponenciální     | 229 101 683 | 252 540 677 | 266 834 985 | 259 452 784 | 261 941 693 | 267 401 062 | 269 435 528 | 272 572 500 | 287 685 806 |
| meziroční růst    |             | 110,23%     | 105,66%     | 97,23%      | 100,96%     | 102,08%     | 100,76%     | 101,16%     | 105,54%     |
| průměr            | 102,95%     |             |             |             |             |             |             |             |             |
| kvadratický trend | 703 973 221 | 740 237 624 | 779 389 989 | 757 755 809 | 764 725 125 | 781 166 241 | 787 682 514 | 798 126 972 | 854 677 996 |
| meziroční růst    |             | 105,15%     | 105,29%     | 97,22%      | 100,92%     | 102,15%     | 100,83%     | 101,33%     | 107,09%     |
| průměr            | 102,50%     |             |             |             |             |             |             |             |             |

Příloha 7: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku konkurence

|         |                   |           |         |          |          |          |
|---------|-------------------|-----------|---------|----------|----------|----------|
| Firma:  | Položky           | 2010      | 2011    | 2012     | 2013     | 2014     |
| Fornas  | Tržby vl. výrobků | 12587     | 13118   | 15703    | 15389    | 16919    |
| trading | DNM               | 1         | 1       | 62       | 33       | 386      |
| s.r.o.  | DHM               | 20151     | 19128   | 17636    | 18879    | 27314    |
|         | odpisy DM         | 1859      | 1961    | 1875     | 2168     | 2292     |
|         | sazba odpisů DNM  |           | 0,09731 | 0,098019 | 7,594982 | 3,999365 |
|         | investice netto   |           | 0       | 61       | -29      | 353      |
|         | invest. náročnost | 0,0888735 |         |          |          |          |

|        |                   |             |          |          |          |   |
|--------|-------------------|-------------|----------|----------|----------|---|
| Moltec | Tržby vl. výrobků | 15254       | 29600    | 19030    | 25654    | x |
| s.r.o. | DNM               | 79          | 1617     | 1731     | 680      | x |
|        | DHM               | 770         | 1352     | 1175     | 768      | x |
|        | odpisy DM         | 187         | 249      | 519      | 302      | x |
|        | sazba odpisů DNM  |             | 23,16961 | 282,6618 | 179,8906 | x |
|        | investice netto   |             | 1538     | 114      | -1051    | x |
|        | invest. náročnost | 0,057788462 |          |          |          |   |

|         |                   |             |          |        |          |          |
|---------|-------------------|-------------|----------|--------|----------|----------|
| Fortell | Tržby vl. výrobků | 174019      | 179255   | 181908 | 204372   | 232530   |
| s.r.o.  | DNM               | 54          | 0        | 611    | 443      | 208      |
|         | DHM               | 103767      | 101547   | 97284  | 95663    | 92914    |
|         | odpisy DM         | 6223        | 5439     | 5587   | 6218     | 6187     |
|         | sazba odpisů DNM  |             | 2,828965 | 0      | 38,80891 | 28,51894 |
|         | investice netto   |             | -54      | 611    | -168     | -235     |
|         | invest. náročnost | 0,002631984 |          |        |          |          |

Příloha 8: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů

| Plán DM, investic a odpisů (tis. Kč)     |        | Prognóza |        |        |        |
|------------------------------------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| Nehmotný majetek                         | 2014   | 2015     | 2016   | 2017   | 2018   |
| Původní - odpisy                         | 22     | 22       | 22     | 22     | 0      |
| - zůstatková hodnota                     | 67     | 45       | 22     | 0      | 0      |
| Nový - investice netto                   |        | 1384     | 1384   | 1384   | 1384   |
| - investice brutto                       |        | 1406     | 1757   | 2197   | 2723   |
| - pořizovací hodnota k 31. 12.           |        | 1406     | 3163   | 5360   | 8083   |
| - odpisy (1/4 pořizovací hodnoty k 1.1.) |        | 0        | 351    | 791    | 1340   |
| Celkem - odpisy                          |        | 22       | 374    | 813    | 1340   |
| - zůstatková hodnota                     | 67     | 1 451    | 2 834  | 4 218  | 5 601  |
| Samostatné movité věci                   |        |          |        |        |        |
| Původní - odpisy                         | 5 518  | 5 518    | 5 518  | 5 518  | 5 518  |
| - zůstatková hodnota                     | 22 280 | 16 762   | 11 245 | 5 727  | 209    |
| Nový - investice netto                   |        | 4 593    | 4 593  | 4 593  | 4 593  |
| - investice brutto                       |        | 10 111   | 11 796 | 13 762 | 16 056 |
| - pořizovací hodnota k 31. 12.           |        | 10 111   | 21 907 | 35 669 | 51 725 |
| - odpisy (1/6 pořizovací hodnoty k 1.1.) |        | 0        | 1 685  | 3 651  | 5 945  |
| Celkem - odpisy                          |        | 5 518    | 7 203  | 9 169  | 11 463 |
| - zůstatková hodnota                     | 22 280 | 26 873   | 31 467 | 36 060 | 40 653 |

Příloha 9: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

| MINULOST                                                                | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   |
|-------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Daňová sazba                                                            | 0,19   | 0,19   | 0,19   | 0,19   | 0,19   |
| Korigovaný provozní zisk a zisková marže po odpisech a po upravené dani |        |        |        |        |        |
| Korigovaný provozní zisk po odpisech a dani                             | 3 923  | 7 552  | 16 951 | 24 990 | 19 839 |
| Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani                              | 10,56% | 15,22% | 24,32% | 36,46% | 20,30% |
| Tempo růstu KPVH po odpisech a dani                                     | 49,96% |        |        |        |        |
| Provozně nutný investovaný kapitál a rentabilita investovaného kapitálu |        |        |        |        |        |
| Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.                            | 19 188 | 17 083 | 27 578 | 40 107 | 51 214 |
| Obrat investovaného kap. provozně nutného                               |        | 2,59   | 4,08   | 2,49   | 2,44   |
| Rentabilita investovaného kapitálu                                      |        | 39,36% | 99,23% | 90,61% | 49,47% |

| PROGNÓZA                                                                | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
|-------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Daňová sazba                                                            | 0,19   | 0,19   | 0,19   | 0,19   |
| Korigovaný provozní zisk a zisková marže po odpisech a po upravené dani |        |        |        |        |
| Korigovaný provozní zisk po odpisech a dani                             | 27 535 | 33 792 | 41 688 | 51 864 |
| Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani                              | 23,36% | 22,99% | 22,75% | 22,64% |
| Tempo růstu KPVH po odpisech a dani                                     | 17,15% |        |        |        |
| Provozně nutný investovaný kapitál a rentabilita investovaného kapitálu |        |        |        |        |
| Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.                            | 46 436 | 57 882 | 70 670 | 85 267 |
| Obrat investovaného kap. provozně nutného                               | 2,30   | 3,17   | 3,17   | 3,24   |
| Rentabilita investovaného kapitálu                                      | 53,76% | 72,77% | 72,02% | 73,39% |

Příloha 10: Citlivostní analýza

| <b>Analýza citlivosti - faktor zisková marže</b> | <b>ZM původní</b> | <b>ZM + 10%</b> | <b>ZM + 20%</b> | <b>ZM + 30%</b> |
|--------------------------------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Zisková marže po odpisech a po dani              | 22,94%            | 25,23%          | 27,75%          | 30,53%          |
| Hodnota podniku brutto (=H)                      | 720 061           | 800 032         | 887 999         | 984 764         |
| <b>Změna hodnoty podniku</b>                     | 0,00%             | 11,11%          | 23,32%          | 36,76%          |

| <b>Analýza citlivosti - faktor diskontní míra</b> | <b>ZM původní</b> | <b>ZM + 10%</b> | <b>ZM + 20%</b> | <b>ZM + 30%</b> |
|---------------------------------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| WACC                                              | 10,00%            | 11,00%          | 12,10%          | 13,31%          |
| Hodnota podniku brutto (=H)                       | 720 061           | 540 046         | 423 565         | 342 343         |
| <b>Změna hodnoty podniku</b>                      | 0,00%             | -25,00%         | -41,18%         | -52,46%         |