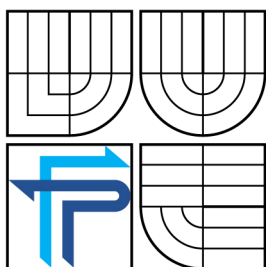




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ  
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT  
INSTITUT OF ECONOMICS

# TRŽNÍ OCEŇOVÁNÍ PODNIKU JAKO PODKLAD PRO STRATEGICKÁ ROZHODNUTÍ

ESTIMATION OF THE COMPANY MARKET VALUE FOR STRATEGICAL STATEMENTS

DIPLOMOVÁ PRÁCE  
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE  
AUTHOR

Bc. PAVLÍNA KARASOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE  
SUPERVISOR

doc. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.

BRNO 2007

## **Anotace**

Předmětem diplomové práce je problematika tržního oceňování podniků. Teoretická část obsahuje základní pohledy a přístupy pro oceňování podniků. Představuje většinu používaných (i méně používaných) metod pro oceňování a doporučení pro jejich užití. Praktická část se již zabývá samotným oceněním společnosti na základě výnosové metody diskontovaných peněžních toků.

## **Annotation**

The subject of this Master's thesis is problem of the Estimation of Company Market Value. Theoretical part contains elementary perspectives and possibilities for Estimation of the Company Market Value. This thesis presents most of using (so less using) techniques for evaluation and recommendation for its using. Practical part includes estimation of real company market value by profit method of discounted cash flow.

## **Klíčová slova**

Metody oceňování, hodnota, podnik, diskontované cash flow, finanční plán

## **Key words**

Methods of valuation, value, company, discounted cash flow, financial plan

### **Bibliografická citace**

KARASOVÁ, P. *Tržní oceňování podniku jako podklad pro strategická rozhodnutí*.  
Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2008. 81 s. Vedoucí  
diplomové práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

### Čestné prohlášení

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

V Brně, dne 16. května 2008

.....

Podpis

## **Poděkování**

Ráda bych tímto poděkovala své vedoucí diplomové práce Doc. Ing. Márii Režňákové za odbornou pomoc a ochotný přístup.

Dále bych chtěla poděkovat vedení společnosti KROMEXIM Products spol. s r.o. za umožnění zpracování mé diplomové práce. Poděkování patří zejména Ing. Jiřímu Hanákovi, Ing. Radkovi Hozovi a paní Naděždě Fuksové.

## Obsah

1.	Úvod.....	7
2.	Vymezení problému a cíl práce .....	8
3.	Teoretická východiska práce – obecné základy pro oceňování podniku.....	9
3.1	Definice podniku.....	9
3.2	Hodnota podniku.....	10
3.3	Přístupy k oceňování podniku – Kategorie hodnoty.....	11
3.4	Postup při oceňování podniku.....	14
3.5	Metody oceňování podniku .....	15
3.6	Metoda diskontovaných peněžních toků.....	17
3.7	Postup stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity .....	19
4.	Základní informace o společnosti KROMEXIM Products, spol. s r.o. ....	23
4.1	Základní informace o společnosti:.....	23
4.2	Údaje o propojených osobách.....	25
4.3	Historie firmy.....	26
5.	Strategická analýza podniku .....	28
5.1	Analýza makroekonomického prostředí .....	28
5.2	Analýza mikroekonomického prostředí.....	30
5.2.1	Analýza podniku .....	30
5.2.2	Analýza dodavatelů.....	33
5.2.3	Analýza odběratelů – prodeje .....	33
5.2.4	Analýza konkurence .....	36
5.2.5	SWOT analýza.....	38
6.	Analýza finančního zdraví podniku.....	40
6.1	Analýza poměrových, rozdílových a provozních ukazatelů.....	40
6.1.1	Likvidita.....	40
6.1.2	Zadluženost.....	42
6.1.3	Rentabilita.....	43
6.1.4	Aktivita .....	45
6.1.5	Čistý pracovní kapitál .....	46
6.1.6	Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy .....	47
6.1.7	Produktivita práce z přidané hodnoty .....	48
6.2	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně .....	49
6.2.1	Altmanův index, index IN 01 .....	49
6.2.2	Kralickův Quicktest .....	51
6.3	Spider analýza – porovnání výsledků finanční analýzy s oborovým průměrem .....	53
6.4	Souhrnné hodnocení finanční analýzy .....	54
7.	Sestavení finančního plánu .....	55
7.1	Plánovaný Výkaz zisku a ztráty.....	55
7.1.1	Předpoklady pro sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty.....	55
7.1.2	Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	59
7.2	Plánovaná rozvaha .....	60
7.2.1	Předpoklady pro sestavení plánované rozvahy.....	60
7.2.2	Plánovaná rozvaha .....	62
7.3	Plánované cash flow .....	63
8.	Návrh ocenění .....	64
8.1	Ocenění metodou DCF entity .....	64

8.1.1	Výpočet volného cash flow (FCF).....	64
8.1.2	Výpočet diskontní sazby - průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) .....	66
8.1.3	Hodnota 1. fáze výpočtu DCF entity .....	70
8.1.4	Hodnota 2. fáze výpočtu DCF entity .....	70
8.1.5	Určení výsledné hodnoty podniku .....	72
9.	Závěr .....	74
	Seznam použitých zdrojů.....	76
	Seznam použitých zkratk a symbolů.....	78
	Seznam grafů .....	79
	Seznam tabulek: .....	80
	Seznam příloh: .....	81

# 1. Úvod

Problematika oceňování podniků nabývá v současné dynamické ekonomice na významu. Každý den dochází na celém světě k nespočtu fúzí, akvizicím, likvidacím, joint venture projektům apod., při kterých je nezbytné určit hodnotu podniku. I Česká republika se zapojila do celosvětového globalizačního procesu. Mnoho českých podniků je součástí různých strategických aliancí, pro které bylo ocenění podniku nezbytnou podmínkou.

Existují různé metody pro oceňování, které se dělí do základních skupin podle důvodu ocenění. Jinak oceňovatelé přistupují k podnikům, které jsou v likvidaci, které budou fúzovat, vstupovat na burzu či se prodávat.

Problematiku oceňování podniku považuji za aktuální téma, kterému se v prostředí České republiky začíná věnovat velká pozornost. Tato problematika je však také velice náročná nejen na potřebné množství teoretických znalostí, ale také na velkém množství znalostí praktických.

Jak bude uvedeno níže, určit hodnotu podniku je velice složitá záležitost, kterou ovlivňuje mnoho faktorů. Základním poznatkem však je, že určit „správnou“ hodnotu podniku je téměř nemožné, a proto se oceňovatelé snaží najít alespoň nejlepší možnou hodnotu.



## 2. Vymezení problému a cíl práce

Práce se věnuje problematice oceňování podniků v České republice. Teoretická část obsahuje možné pohledy na hodnotu podniku a hlavně přehled metod používaných pro oceňování podniků. Podrobněji popisuje výnosovou metodu oceňování podniků Metodu diskontovaných peněžních toků (DCF).

Cílem práce je provést strategickou analýzu společnosti KROMEXIM Products spol. s r.o. a vytvořit návrh na její ocenění na základě výnosové metody k 31.12.2006. Tato společnost působí na trhu České republiky jako výrobce rozváděčových skříní. Zásadní informací je skutečnost, že firma do roku 2005 podléhala konsolidované účetní závěrce, a proto jsou výpočty upraveny o některé obchody mezi propojenými osobami.

Pro dosažení vytýčeného cíle je nutné se nejdříve důkladně s danou společností seznámit, provést tzv. strategickou analýzu společnosti, jejíž součástí je analýza makroekonomického prostředí a analýza mikroekonomického prostředí.

Další potřebnou částí práce je finanční analýza společnosti, která zhodnotí situaci podniku po finanční stránce. Po provedených analýzách následuje sestavení finančního plánu společnosti v rozmezí let 2007 – 2010, na který již navazuje samotný návrh ocenění podniku výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků (DCF).

### **3. Teoretická východiska práce – obecné základy pro oceňování podniku**

#### **3.1 Definice podniku**

V první řadě považuji za nezbytné definovat podnik, jak jej charakterizuje obchodní zákoník České republiky:

„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. (Podnik je věc hromadná.)“ (19, §5 odst. 1)

Obchodní zákoník dále definuje pojem podnikání jako soustavnou činnost prováděnou samostatně podnikatelem jeho vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.

Po uvedení definic podniku a podnikání se již práce bude plně soustředit na problematiku jejich oceňování.

## 3.2 Hodnota podniku

Hodnotu podniku lze určit jak v hodnotě brutto, tak v hodnotě netto.

**Brutto hodnota** udává hodnotu podniku jako celku (celé podnikatelské jednotky). Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele. Brutto hodnotou lze nazývat obchodní majetek, jak jej definuje obchodní zákoník § 6 odst. 1:

„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (...). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“ (19)

**Netto hodnotou** se rozumí ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňuje se v zásadě vlastní kapitál, který ovšem nemusí vždy přesně odpovídat jeho účetnímu pojetí.(5) Netto hodnotu lze chápat jako čistý obchodní majetek, což je vlastně obchodní majetek snížený o závazky podniku.

### Definice hodnoty podniku

Jako nejvhodnější definici hodnoty podniku považují definici od M. Maříka (5):

*Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků nebo na úrovni všech investorů do podniku) diskontovanými na jejich současnou hodnotu.*

Tato definice předpokládá další pokračování podniku, tzv. gong koncern.

### 3.3 Přístupy k oceňování podniku – Kategorie hodnoty

Kategorie hodnoty vychází ze tří základních otázek při obchodování s podnikem:

*Jaké je tržní ocenění?*

*Jakou hodnotu má podnik pro konkrétního kupujícího?*

*Jakou hodnotu lze považovat za nespornou? (5)*

Z těchto otázek se vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku, a to:

- Tržní hodnota
- Subjektivní hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexní přístup na základě Kolínské školy

#### **Tržní hodnota**

Tržní hodnota podniku vzniká za předpokladu, že existuje trh s podniky, či s podíly na vlastním kapitálu podniků. Předmětem odhadu se stává potenciální tržní cena, která se označuje jako tržní hodnota.

Tržní hodnota je vlastně odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím. Transakce by měla být provedena mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. (5) Předpokladem pro určení tržní hodnoty podniku je předpoklad budoucího nejlepšího možného využití podniku.

Tržní hodnota vyjadřuje vlastně očekávání trhu, proto je vhodné ji použít především při uvádění podniků na burzu nebo při spekulaci o prodeji podniku, kdy ještě není znám konkrétní kupující.

## **Subjektivní (investiční) ocenění**

Při subjektivním oceňování podniku je prioritní názor některého ze zúčastněných stran. Hodnota majetku tedy není dána interakcí na volném trhu, ale určuje ji subjektivní názor účastníků transakce.

### Základní charakteristiky subjektivní hodnoty:

1. „Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.
2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.“ (5, str. 21)

Subjektivní ocenění používá zejména prodávající / kupující při úvaze, zda-li je pro něj prodej / koupě výhodná. Další možné využití nastane v případě, kdy se vlastník podniku rozhoduje mezi sanací a likvidací podniku. V obou případech je rozhodování založeno na subjektivním názoru oceňovatele o možném budoucím využití podniku.

## **Objektivizovaná hodnota**

„Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na obecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění. Objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata. Majetek podniku je rozdělen na provozní část a na část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především provozně nezbytné části podniku. Ostatní majetek je oceňován samostatně. Výnosová hodnota závisí často na setrvání managementu v podniku“ (12)

Při použití ocenění objektivizovanou hodnotou by měl být oceňovatel schopen bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či obdobnými výsledky, měla by být jednoznačná a jasná.

Ocenění objektivizovanou hodnotou nachází využití zejména v případech, kdy podnik žádá o úvěr nebo při zjišťování současné reálné bonity klienta. Objektivizovaná hodnota je tedy vhodná zejména v případech, kdy je potřebné přesně určit současný reálný stav podniku.

### **Kolínská škola**

Tržní hodnotu je v podstatě možné získat pouze na kapitálovém trhu u akciových společností. Ostatní podniky jsou oceňovány jen hodnotou subjektivní. „Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.“

#### Základní funkce oceňování, oceňovatele:

**Poradenská** – určuje hranice, ve kterých by se hodnota (cena) podniku měla pohybovat. Zahrnuje minimální cenu, za kterou je prodávající ochoten prodat a cenu maximální, při které je kupující ještě ochoten koupit aniž by prodělal.

**Rozhodčí** – vykonává funkci nezávislého oceňovatele (rozhodčího), jehož úkolem je nalézt konečnou hodnotu, která vyvažuje hodnotové zájmy a pohledy účastníků transakce.

**Argumentační** – slouží jako podklad pro jednání, oceňovatel hledá argumenty ke zlepšení pozice dané strany.

**Komunikační** – poskytuje podklady pro komunikaci s veřejností (banky, investoři)

**Daňová** – poskytnout podklady pro daňové účely

Ocenění podle Kolínské školy nachází využití zejména při transformaci podniku, nebo při prodeji podniku, kdy je nutné vyvažovat zájmy všech zúčastněných subjektů.

(5), (12)

### 3.4 Postup při oceňování podniku

Před započítáním vlastního oceňování podniku je nejdříve nutné určit důvod pro ocenění. Na základě daného důvodu určí oceňovatel způsob ocenění, podle kterého se dále bude odvíjet následující postup.

První činností již samotného oceňování je sběr v stupních dat. Data, ze kterých bude vycházet následné ocenění musí být komplexní a reálná, aby samotné ocenění se blížilo co nejvíce reálné hodnotě.

Nehledě na výběr způsobu ocenění by měl oceňovatel provést strategickou a finanční analýzu podniku.

Strategická analýza by měla obsahovat hlavní údaje o podniku, jeho makroekonomického tak i mikroekonomického prostředí a jejich předpokládaný vývojový trend. Výsledkem této kapitoly by měl být ucelený pohled na podnik a jeho schopnost přežít a tvořit hodnotu v budoucnu.

Finanční analýza hodnotí pomocí několika ukazatelů finanční situaci podniku. Také působí jako důležitý podklad pro určení zda má podnik v budoucnosti perspektivu.

Na základě předchozích analýz by měl oceňovatel zvolit metodu pro ocenění.

Finanční a strategická analýza by měla obsahovat veškeré nezbytné informace, které jsou pro následné ocenění nezbytné. Utváří ucelený pohled na činnost podniku. Dalo by se říci, že to jsou základní stavební kameny, ze kterých se „staví“ následné ocenění. Další postup již ovlivňuje zvolená metoda.

### 3.5 Metody oceňování podniku

Metody používané pro oceňování podniku spadají do tří základních skupin:

1. metody založené na analýze výnosů
2. metody pracující na tržním principu, na analýze aktuálních cen na trhu
3. metody založené na majetkovém principu, založené na ocenění vynaložených nákladů

#### **Metody založené na analýze výnosů**

Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele, u podniků jsou očekávaným užitkem právě očekávané výnosy. Existují tyto základní výnosové metody:

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
  - Metoda DCF entity – ocenění podniku jako celku
  - Metoda DCF equity – ocenění vlastního kapitálu
  - Metoda DCF APV – ocenění upravené současné hodnoty
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

#### **Metody pracující na tržním principu**

Metody pracující na tržním principu spočívají v odvození hodnoty podniku z dostupných hodnot srovnatelných podniků. Obecně se rozeznávají dvě základní situace, a to přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnání. Mezi metody pracující na tržním principu patří:

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu



## **Metody pracující na majetkovém principu**

Majetkové ocenění je výsledkem souhrnu individuálně oceněných položek majetku snížených o souhrn individuálně oceněné závazky. Do metod pracujících na majetkovém principu patří:

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Likvidační hodnota
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů (5)

### 3.6 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (dále jen DCF – discounted cash flow) patří mezi výnosové metody oceňování podniků. Tato metoda je považována za základní výnosovou metodu. Nejvíce se tato metoda používá v USA a ve Velké Británii, postupně se však prosazuje i v dalších zemích.

Základem metody DCF je poznatek, že peněžní toky podniku jsou jeho reálným příjmem a tedy i reálným vyjádřením užitku z držení statku (podniku). Pro výpočet hodnoty metodou DCF je základem tzv. volný peněžní tok, což je vlastně provozní peněžní tok (před odpočtem placených úroků) snížený o investice do provozně nutného pracovního kapitálu provozně nutného dlouhodobého majetku. Výsledné ocenění vychází z diskontovaných budoucích peněžních toků podniku.

Samotnou metodu DCF lze provést třemi základními technikami dělicími se dle toho, jak se k vlastní hodnotě podniku dospěje:

- **metoda DCF entity** (entity = podnik) – výpočet hodnoty podniku probíhá ve dvou fázích. V první fázi se pracuje s peněžními toky, které jsou k dispozici jak vlastníkům, tak i věřitelům. Jejich diskontováním dostaneme hodnotu podniku jako celku. V druhé fázi se od této hodnoty odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získá se tak výsledná hodnota vlastního kapitálu. Tato metoda je považována za základní způsob a samotné ocenění v praktické části bude zpracováváno podle této metody.
- **metoda DCF equity** (equity = vlastní kapitál) – diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku se dospěje k výsledné hodnotě vlastního kapitálu.
- **metoda DCF APV** (adjusted present value = upravená současná hodnota) – tato metoda je méně obvyklá. Opět pracuje ve dvou fázích. V první fázi se určí hodnota podniku jako celku skládající se ze dvou položek, a to z hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhé fázi se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota vlastního kapitálu. (5)

Dále se již budu věnovat metodě DCF entity, kterou použiji pro ocenění podniku KROMEXIM Products spol. s r.o.

### 3.7 Postup stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity

Základem pro stanovení hodnoty podniku pomocí DCF je volný peněžní tok (free cash flow – FCF). V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici jak vlastníkům podniku, tak i věřitelům (v podobě splátek úvěrů a úroků). Pro tento peněžní tok se používá označení „peněžní toky do firmy“ (FCFF – free cash flow to firm). (5)

FCFF lze získat dle následujícího vzorce (3):

$$FCFF_t = EBIT_t (1 - T) + odpisy_t - \Delta \text{ čistého pracovního kapitálu}_t - \Delta investic_t$$

kde:

T = sazba daně

Jak již bylo uvedeno výše metoda DCF entity probíhá ve dvou fázích.

V první fázi se určí celková hodnota podniku diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku. Celkovou hodnotou podniku se zde rozumí součet upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobých aktiv (nebo z pohledu pasiv se jedná o součet vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu).

V druhé fázi se celková hodnota provozu podniku sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Nové dluhy, které budou teprve přijaty nebere ocenění v úvahu. Metoda DCF totiž v první řadě počítá s plným financováním z vlastních zdrojů. V závěrečné fázi oceňování se k provozní hodnotě vlastního kapitálu přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

Obecný vzorec pro určení hodnoty podniku je následující:

$$\text{Celková hodnota podniku} = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t}$$

kde:

FCF<sub>t</sub> = volné cash flow v roce t

i<sub>k</sub> = kalkulovaná úroková míra

$n$  = počet let předpokládané existence podniku

Obecný vzorec počítá s omezenou dobou fungování podniku. V praxi se však většinou kalkuluje s nekonečnou dobou existence podniku (tzv. gong koncern). Proto byly vytvořeny dvě možnosti na řešení daného problému:

- standardní dvoufázová metoda
- metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

Při vlastním oceňování použijte dvoufázovou metodu, a proto se metodám založeným na odhadu průměrných temp růstu nebudete věnovat.

Při použití standardní dvoufázové metody se budoucí časový horizont rozdělí na dvě období. Pro první období je charakteristické, že se v něm očekává nestabilní vývoj a vysoká míra investic. Ke konci prvního období se předpokládá dosažení určité míry stability obchodů. Dalším předpokladem prvního období je možnost sestavit relativně přesné finanční plány, ze kterých získáme volné cash flow, které se diskontuje ke dni ocenění. Období první fáze by mělo být 5 až 10 let. (7)

V druhé fázi se již sestavuje roční plán, ale definují se předpoklady vývoje volného peněžního toku. Pro tuto fázi je typické, že základní parametry, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty, jsou stabilní, růst podniku je konstantní, stabilní je míra investic i výnos nových investic. „Pro toto období se stanoví tzv. prognózovaná (pokračující hodnota). Tato hodnota má při ocenění podniku důležitou roli: při délce první etapy pět let, dosáhne podíl pokračující hodnoty 80 % na celkovém výnosovém ocenění podniku, v případě deseti let, dosáhne pokračující hodnota stále ještě kolem 60 %-ního podílu na celkovém výnosovém ocenění podniku. Až při patnácti letech se podíl obou fází zhruba vyrovná.“ (7, str. 25)

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se získá ze vztahu:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^T FCF_t (1 + i_k)^{-t} + PH (1 + i_k)^{-T}$$

kde:

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

### **Výpočet pokračující hodnoty**

Pokračující hodnotu pro druhou fázi lze odhadnout několika způsoby, například:

- použitím Gordonova modelu
- použitím parametrického vzorce
- využitím likvidační hodnoty (v případě omezené životnosti podniku)
- využitím reprodukční hodnoty

Při praktickém oceňování použijte Gordonův model, a proto se dalším metodám blíže nebudu věnovat.

Gordonův model:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = FCF_{T+1} / (i_k - g)$$

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, tj. do nekonečna

FCF = volný peněžní tok

Platnost vztahu je podmíněn skutečností, že průměrné náklady kapitálu musí být větší než předpokládané tempo růstu volného peněžního toku, tj.  $i_k > g$ .

Výše uvedený vzorec počítá s volným cash flow v 1. roce druhé fáze, kdy již finanční plán není sestavován, a proto jej vypočteme dle doporučení Maříka (zdroj č. 5):

$$FCF_{T+1} = FCF_T(1 + g).$$

## 4. Základní informace o společnosti KROMEXIM Products, spol. s r.o.

### 4.1 Základní informace o společnosti:

**Obchodní firma:** KROMEXIM Products spol. s r. o.  
**Sídlo:** Kroměříž, Hulínská 2383, PSČ 767 01  
**Identifikační číslo:** 253 03 414

**Datum zápisu do OR:** 19. června 1996

#### **Předmět podnikání dle OR:**

- zámečnictví
- výroba, instalace a opravy chladicího zařízení
- výroba a opravy zemědělských strojů
- výroba, instalace a opravy elektrických strojů a přístrojů
- nákup zboží za účelem dalšího prodeje a prodej

#### **Hlavní předmět činnosti podniku:**

- Malosériová výroba oceloplechových rozváděčových skříní datových, silových.

#### **Statutární orgán:**

##### Jednatel:

Ing. Vladimír Baďura

##### Společníci:

KROMEXIM, a.s. IČO 49 96 93 31

Kroměříž, Hulínská 2383, PSČ 767 01

Vklad: 27 809 000 Kč (90 % ze Základního kapitálu)



INELEK spol. s r.o.

Brno, Dominikánské nám.8, okres Brno-město

Identifikační číslo 494 46 118

Vklad 3 090 000 Kč (10 % ze Základního kapitálu)

**Základní kapitál:** 30 899 000 Kč

### **Organizační struktura**

Společnost má jednoduchou a přehlednou organizační strukturu. Na nejvyšším stupni je vedení společnosti, pod ní spadá technická podpora, obchodní oddělení a výroba. Výroba se dále dělí na oddělení NC strojů, svařovnu, lakovnu a montáž. (23)

## 4.2 Údaje o propojených osobách

Mateřská společnost Kromexim a.s. Kroměříž kromě podílů v oceňované společnosti vlastní podíly i v jiných podnicích. Níže uvedené firmy patří mezi tzv. propojené osoby s KROMEXIM Products spol. s r.o., jelikož jejich části nebo i celé podíly vlastní mateřská společnost Kromexim a.s. Kroměříž (v závorkách jsou uvedeny procentní podíly základního kapitálu, které vlastní Kromexim a.s. Kroměříž v dané firmě).

### Propojené osoby:

- ✚ AUTOSALON KROMEXIM spol. s r.o., Hulínská 2383, 767 01 Kroměříž, IČO: 25536214 (100 %)
- ✚ KM AUTEXIM, spol. s r.o., Hulínská 2383, 767 01 Kroměříž, IČO: 63474182 (100 %)
- ✚ Toyota Material Handling Slovenská republika, s.r.o., Stará Vajnorská 15, 831 04 Bratislava IČO: 35812931 (100 %);  
16.4.2008 změna obchodního jména společnosti na: Kromexim Material Handling SR, s. r. o.
- ✚ TRADEX HOLDINGS akciová společnost, V.P.Čkalova 18, 160 00 Praha 6 IČO: 63998971 (48 %)
- ✚ Autokromexim spol. s r.o., Hulínská 2383, 767 01 Kroměříž IČO: 25059203 (100 %)
- ✚ KROMEXIMTRADE spol. s r.o., Hulínská 2383, 767 01 Kroměříž IČO: 25303431 (100 %);  
25.5.2007 změna obchodního jména společnosti na: T-MOTOR Zlín s.r.o.

### 4.3 Historie firmy

Historie firmy sahá až do 70. let minulého století, kdy začala vyrábět první rozváděčové skříně. Jednalo se o kusovou výrobu rozměrově typizovaných silových skříní IRIS a RKF, která později přešla ve výrobu malosériovou.

Rozváděčové skříně se prodávaly v tehdejší Československé republice především do zemědělských a částečně i průmyslových podniků. V 80. letech dosahovala výroba 8 až 11 tisíc kusů ročně. V polovině 90. let došlo k výrazným změnám technologie výroby a současně i ke změně organizační struktury firmy.

V roce 1996 byla společnost zapsána u Krajského obchodního soudu v Brně pod jménem KROMEXIM Products spol. s r.o., které používá dodnes.

Od této doby nové vedení firmy začalo s výrobou nových typů silových i datových, nástěnných i stojanových rozváděčových skříní na vyšší kvalitativní úrovni.

Společnost v současné době vyrábí několik základních typů rozváděčových skříní, které jsou členěny podle rozměrových modifikací a dále podle použití na silové a datové. K těmto rozváděčovým skříním společnost vyrábí různé doplňky.

Chod firmy zajišťuje cca 65 pracovníků. Výroba je dle potřeb zákazníků operativně regulována do dvousměnného či třisměnného provozu. V současné době společnost využívá plně svou výrobní kapacitu.

KROMEXIM Products spol. s r.o. je vlastněna z 90 % Kromexim a.s. Kroměříž a z 10 % INTELEK spol. s r.o. Oba podílníci poskytují oceňovanému podniku zázemí a podporu obchodu. Kromexim a.s. Kroměříž nabízí zázemí významné společnosti působící v oblasti manipulační techniky, právní a účetní služby, služby spojené s nákupem materiálu apod. INTELEK spol. s r.o. jako velkoobchod síťových technologií zajišťuje významný odběr datových rozváděčových skříní. (17)

Společnost má certifikovanou jakost výroby dle ČSN EN ISO 9001:2001 a jakost na svařování dle ČSN EN ISO 3834-2:2006, certifikáty typu na 3 typy silových rozvaděčů, které zavazují společnost nabízet produkty vysoké kvality. (21), (22)

## 5. Strategická analýza podniku

Strategická analýza patří mezi nezbytnou součást oceňování podniků. Jejím úkolem je určit tzv. výnosový potenciál firmy. Tento potenciál závisí jak na vnitřním tak na vnějším prostředí firmy. Strategická analýza tedy obsahuje analýzu makroekonomického prostředí podniku a analýzu mikroekonomického prostředí.

### 5.1 Analýza makroekonomického prostředí

Jelikož KROMEXIM Products spol. s r.o. z 95 % obchoduje na území České republiky, zahrnuji do makroekonomické analýzy zejména faktory týkající se tohoto území a případné faktory EU.

V této kapitole se odkazují na přílohu č. 1, ve které jsou v tabulce uvedeny vývoje nejdůležitějších makroekonomických ukazatelů i s odhadem do budoucnosti.

Hrubý domácí produkt se řadí mezi základní makroekonomické ukazatele. Reálný hrubý domácí produkt České republiky od roku 1999 neustále roste. Od roku 2005 se jeho růst zrychlil na 6,4 % a v následujícím roce si tento růst udržel. Na straně zdrojů růst HDP nejvíce podpořil zpracovatelský průmysl, na straně užití zejména výdaje domácností na konečnou spotřebu. Do budoucna se dá počítat s dalším růstem HDP, který již bude pomalejší. KROMEXIM Products spol. s r.o. v dlouhodobém horizontu taktéž zachovává pozitivní růstový vývoj.

Mezi další významné faktory v rozvoji ekonomiky státu patří zahraniční obchod. Ten od roku 2002 snižoval deficit a postupně se dostal až na kladné hodnoty. Hlavním motorem růstu zahraničního obchodu se stal příliv zahraničního kapitálu.

V budoucnu se dle predikce ČNB předpokládá s růstem zahraničního obchodu a jeho kladnou bilancí.

Po roce 1998 došlo k výraznému snížení růstu inflace. Od roku 1999 roční míra růstu inflace nepřekonalala 5 %-tní hranici. Rok 2001 vykázal nejvyšší růst inflace, který byl způsoben zejména růstem cen služeb. Další růst inflace v letech 2004 – 2006 způsobil zejména růst světových cen potravin a průmyslových surovin (zejména ropy).

Inflace výrazně vzrostla na počátku roku 2008. V tomto roce prognóza udává výrazný nárůst inflace až k 7 %, v následujících letech by se ovšem inflace opět měla snižovat. Budoucnost ovšem záleží nejen na vývoji ČR, ale i na světovém vývoji. Zejména ceny ropy neustále ovlivňují nárůst inflace.

Vývoj inflace poznamenal i KROMEXIM Products spol.s r.o. Společnost pocítila nárůst cen vstupů, který byl jedním z faktorů změn v obchodní politice firmy.

## **Vývoj trhu**

Vývoj trhu rozvaděčů je vysoce závislý na vývoji stavebnictví u silových rozvaděčů a u datových rozvaděčů na vývoji informačních technologiích a taktéž na vývoji stavebnictví.

Stavebnictví v posledních letech zaznamenalo v ČR významný růst (viz graf v příloze č. 2). V budoucnu se kalkuluje s mírným zpomalením.

V oblasti informačních technologiích je vývoj neustálý a velice rychlý. Jelikož se informační technologie velice rychle vyvíjí, je potřeba, aby firma na změny byla schopna reagovat.

## **5.2 Analýza mikroekonomického prostředí**

V analýze mikroekonomického prostředí se budu podrobněji zabývat samotným podnikem a jeho bezprostředním okolím.

### **5.2.1 Analýza podniku**

Na vedení společnosti se podílí majitelé, jednatel společnosti a vedoucí divize. Technickou podporu a přípravu výroby zajišťují tři zaměstnanci, kteří zodpovídají za výkresovou dokumentaci, certifikaci výrobků a certifikaci jakosti ISO.

Obchod a odbyt je realizován jedním pracovníkem obchodu a jedním pracovníkem odbytu.

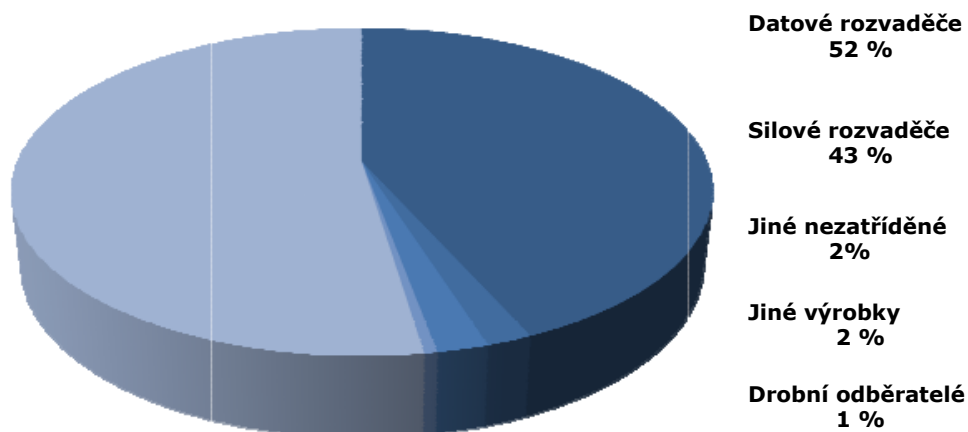
Většina externích služeb je poskytována mateřskou společností Kromexim a.s. Kroměříž, a to zejména vedení účetnictví, právní služby, částečně služby spojené s organizací nakládání s odpady, hlášení emisí a jiné služby spojené s technickou správou budov.

#### **Struktura výroby:**

Podnik vyrábí oceloplechové rozvaděčové skříně, a to:

- datové
- silové
- ostatní výroba

### Struktura vlastní výroby dle podílu na tržbách roku 2007



Graf. č.1: Struktura vlastní výroby dle podílu na tržbách roku 2007

Zdroj: 21

Data jsou získána z fakturace roku 2007. Celková fakturace činila cca 60 mil. Kč.

### Prováděné výrobní operace, kapacitní využití:

Podnik je schopen zpracovávat černý plech do maximální tloušťky 3 mm.

#### Výrobní operace

- Dělení materiálu (1x tabulové nůžky)
- Vysekávání plechu (2x CNC děrovadlo)
- Ohraňování (2x CNC ohraňovací lis)
- Svařování (12x st. Svářečka CO2)
  
- Prášková lakovna (1x ucelená linka)
- Nanášení PUR těsnění (1x CNC stroj)
- Montáž, kontrola, balení expedice

#### Kapacitní využití

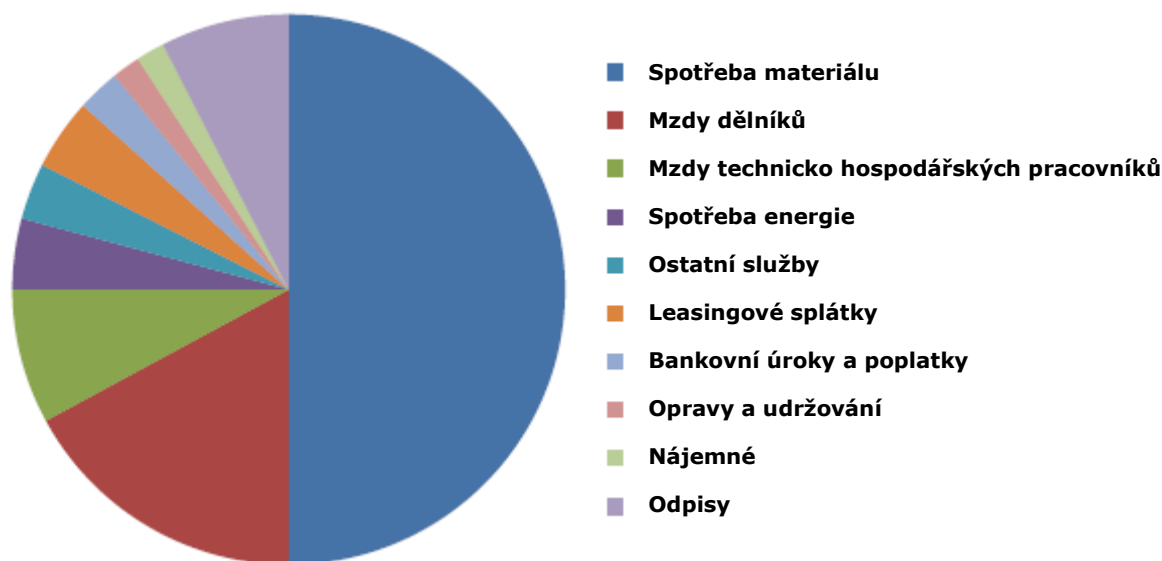
- jednosměnný provoz (1-2 dělníků)
- třísměnný provoz (3-6 dělníků)
- třísměnný provoz (3-6 dělníků)
- jednosměnný provoz (10-12 dělníků)
- třísměnný provoz (6-12 dělníků)
- jednosměnný provoz (1-2 dělníků)
- dvousměnný provoz (8-14 dělníků)

Zdroj: (21)



Celkem je zaměstnáno cca 65 zaměstnanců, z toho 8-10 techniků a 50 až 55 dělníků. Podnik se potýká s vysokou fluktuací pracovníků zejména na dělnických profesích. Meziročně se vymění asi 30 % zaměstnanců. Důvodem této situace je zejména výše mezd dělníků, která je jen o málo vyšší než sociální dávky a nižší než v okolních podnicích.

### Celkový přehled o rozdělení nákladů podniku v roce 2007



Graf č.2: Celkový přehled o rozdělení nákladů podniku v roce 2007

Zdroj: 21

Největší nákladovou položku zaujímá spotřeba materiálu. Konkurenceschopnost a cena produktů tedy výrazně závisí na cenách materiálu. Druhou nejvýznamnější položkou jsou mzdy dělníků, a to i přesto, že vyplácené mzdy jsou podprůměrné.

Při analýze materiálových nákladů patří mezi nejvýznamnější položku plech, který tvoří více než polovinu všech materiálových nákladů. Podle typu rozvaděčů (datové, silové, nástěnné, stojanové) se však rozložení nákladů liší. Mezi nejvýznamnější materiálové náklady patří dále spotřeba skla, zámků a barev. Změna cen těchto čtyř položek nejvíce ovlivňuje náklady podniku.

## 5.2.2 Analýza dodavatelů

Hlavní dodavatel KROMEXIM Products spol. s r.o. je mateřská společnost Kromexim a.s. Kroměříž, která se podílí na dodávkách cca 70 % (měřeno v Kč). Mateřská společnost zajišťuje své dceři dodávky materiálu, účetní a právní služby atd. Za tyto služby si nechává smluvní přírážku ve výši 7 % z obchodní ceny. Z velikosti dodávek jasně vyplývá závislost KROMEXIMU Products spol. s r.o. na své matce, což se může stát i velkou hrozbou. Od roku 2008 si již společnost nakupuje materiál samostatně a ušetří tedy na provizích asi 2 mil. Kč.

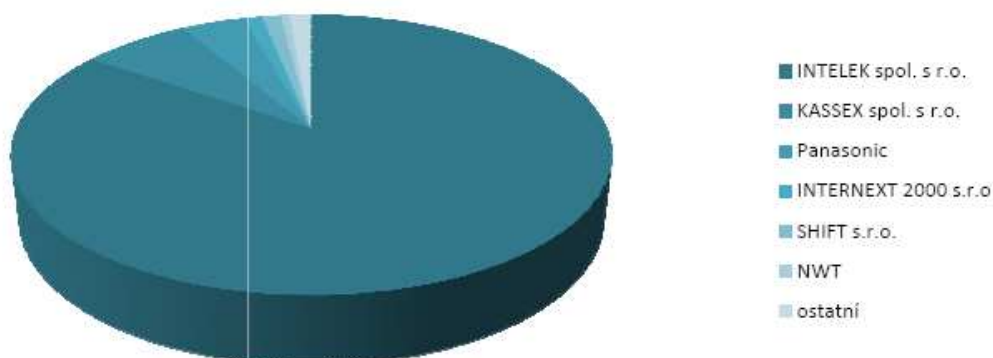
## 5.2.3 Analýza odběratelů – prodeje

Při analýze prodeje/odběratelů je nezbytné rozdělit rozvaděče na dvě základní skupiny, a to na datové a silové.

### Datové rozvaděče

Firma nabízí cca 5 druhů nástěnných a cca 7 druhů stojanových rozvaděčů. Odbyt datových rozvaděčů je zajišťován zejména menšinovým vlastníkem podniku INTELEK spol. s r.o., který využívá nadstandardních podmínek a projektových slev. (Hlavní činností společnosti INTELEK spol. s r.o. je specializovaný velkoobchod síťových technologií). Následující tabulka znázorňuje odběratelé dle významnosti odběru.

**DATOVÉ rozvaděče - prodej dle významných zákazníků**



Graf č. 3: Datové rozvaděče – prodej dle významných zákazníků v roce 2007

Zdroj: 21

### Cenová politika

Tvorba cen je vytvářena na základě konkurence, kde maximální možné poskytované slevy, respektive nejnižší možné prodejní ceny jsou zpětně kalkulovány a porovnávány s náklady.

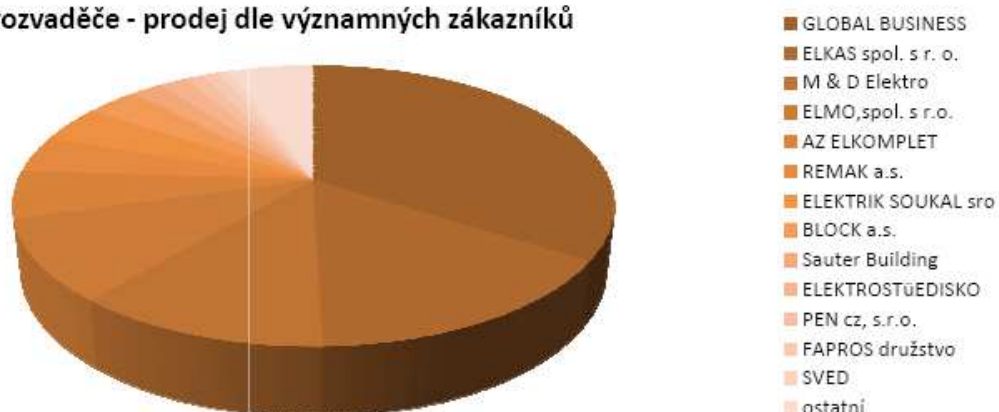
Vzhledem ke struktuře zákazníků, kde převažuje jeden zákazník, je většina výrobků prodávána s výraznou slevou (vzhledem k cenám konkurenčních výrobků se sleva pohybuje na úrovni přes 40 % z ceny obvyklé). Tato sleva poté poskytuje odběrateli možnost obchodního rabatu až 60 %. (21)

### Silové rozvaděče

Podnik vyrábí cca 4 typy stojanových a taktéž cca 4 typy nástěnných silových rozvaděčů včetně příslušenství. Běžně jsou poptávány rozvaděče bez prosklených dveří. U tohoto typu je zákazníky vyžadovaná certifikace typu.

U silových rozvaděčů je prodej uskutečňován jak montážním firmám, tak i na velkoobchodní prodej. Z hlediska významných zákazníků u této skupiny výrobků vytváří tři firmy 2/3 odbytu a celkem osm firem se podílí na 4/5 převažující části odbytu. Tato struktura prodeje se dá považovat za vyváženou, a proto je zde prostor na tvorbu slevových skupin.

**SILOVÉ rozvaděče - prodej dle významných zákazníků**



Graf č.4: Silové rozvaděče – prodej dle významných zákazníků v roce 2007

Zdroj: 21

## Cenová politika

Prodejní ceny vycházejí především z konkurenčně orientované cenotvorby, kde maximální možné poskytované slevy na velké zakázky jsou kalkulovány a porovnávány s náklady.

Velkoobchodní firmy jsou v prodeji silových rozvaděčů až na druhém a třetím místě v objemu prodaného zboží a poskytuje se jim sleva ve výši cca 20 %, což vytváří prostor pro „obchodní rabat“ ve výši cca 30 %. Tyto velkoobchodní firmy již pak převážnou většinou prodávají přímo montážním firmám bez další distribuční sítě.

Global Business spol. s r.o. dále pak odběratelé od AZ komplet níže (viz graf) jsou převážně firmy přímo montážní, které dodávají již koncovým zákazníkům.

### **Shrnutí analýzy odběratelů**

V oblasti datových rozvaděčů je firma vysoce závislá na svém menšinovém vlastníkovi INTELEK spol. s r.o. Firma má zajištěn jistý odbyt, ale zároveň se stává velice závislá a v případě špatného vývoje odběratele může jeho situace ovlivnit i oceňovaný podnik. Další nevýhodou, která snižuje ziskovost podniku je prodej velkoobchodům, a nikoli konečným spotřebitelům, což znamená prodej s nižším ziskem.

Odběratelé silových rozváděčových skříní jsou jak velkoobchody, tak i koneční spotřebitelé a zároveň zde nikdo nemá tak výraznou převahu odbytu. I přesto je zde převaha tří nejvýznamnějších odběratelů.

Podnik silně ovlivňuje významnost odběratelů, zejména menšinový vlastník oceňovaného podniku.

## 5.2.4 Analýza konkurence

Při analýze konkurence podniku je opět potřebné rozdělit produkty na silové a datové. Níže uvedené podíly na trhu jsou pouze odhadovány pracovníkem KROMEXIM Products spol. s r.o za rok 2007.

### Podíl na trhu v oblasti datových rozvaděčů:

<b>Firma</b>	<b>Podíl na trhu</b>
○ KROMEXIM Products spol. s r.o.	20 %
○ Tritón Pardubice, spol. s r.o.	30 %
○ CONTEG, spol. s r.o.	20 %
○ MICOS spol. s r.o.	10 %
○ Rittal Czech, s.r.o.	

### Podíl na trhu v oblasti silových rozvaděčů:

<b>Firma</b>	<b>Podíl na trhu</b>
○ KROMEXIM Products spol. s r.o.	10 %
○ NOVÁ HUŤ Zábřeh, a.s. – neexistue	20-30 %
○ Spálovský, a.s.	10 %
○ ABB s.r.o.	
○ SENCO Příbram spol. s r.o.	

KROMEXIM Products spol. s r.o. se zabývá malosériovou výrobou rozváděčových skříní, a proto se může od největších konkurentů mírně odlišovat. Hlavní výhodou malosériové výroby je relativně rychlá reakce na atypickou výrobu.

Dalšími konkurenty, o kterých je třeba se zmínit, jsou firmy dovážející rozváděčové skříně ze zahraničí. I v tomto oboru se začínají objevovat nové levnější substituty zejména z Asie. Tyto substituty nezajišťují ovšem tak vysokou kvalitu výrobků.

Na trhu výroby rozvaděčů České republiky se pohybuje široká škála firem. Velká část jich však vyrábí již celé rozvaděče, i přesto jsou tyto společnosti chápány jako konkurence.

### **5.2.5 SWOT analýza**

SWOT analýza na základě silných (Strengths), slabých (Weaknesses) stránek podniku, jeho příležitostí (Opportunities) a hrozeb (Threats) přehledně zhodnotí situaci podniku a pomůže nalézt případné příležitosti a hrozby. SWOT analýzu jsem zpracovala na základě konzultace s pracovníkem firmy.

#### **Silné stránky**

- Dobrá kvalita výrobků v porovnání s konkurencí v ČR
- Ucelená výroba jen s malou potřebou kooperace
- Možnost relativně rychlé reakce na atypickou výrobu
- Certifikace, zejména jakosti svařování
- Historie společnosti
- Zázemí mateřské společnosti, která poskytuje KROMEXIM Products spol. s r.o. důležité služby, kontakty, možnost spolupráce
- Loajalita u klíčových zaměstnanců společnosti

#### **Slabé stránky**

- 95 % odbytu realizováno v ČR, malá zkušenost s prodejem v zahraničí (zejména EU)
- Starší strojní a také SW vybavení
- Malé investice do profesního vzdělávání zaměstnanců
- Méně profesionální přístup k chápání potřeb zákazníků
- Zaměření prodeje pouze na vlastní výrobky
- Nízká loajalita zaměstnanců dělnických profesí

#### **Příležitosti**

- Získání zákazníků našich odběratelů (přeskok jednoho článku prodeje)
- Získání více drobných odběratelů
- Rozšíření výroby na jiné produkty
- Zavedení nového informačního systému, který umožní B2B obchod
- Kvalitní kooperací dosáhnout větší technické možnosti výroby

- „přetažení“ zaměstnanců konkurence

### **Hrozby**

- ztráta největšího zákazníka – „ztráta jistého odbytu“ (u datových rozváděčových skříní INTELEK spol. s r.o., u datových Global Business s.r.o., ELKAS spol. s r.o., M & D Elektro s.r.o.)
- konkurence výrobců ze zahraničí (např. Asie)
- nepříznivý pohyb zahraničních kurzů
- „přetažení“ zaměstnanců konkurencí (zejména dělníků)



## **6. Analýza finančního zdraví podniku**

Po provedení strategické analýzy následuje analýza finančního zdraví podniku, která zhodnotí situaci firmy z finančního hlediska. Tato kapitola se věnuje pouze analýze dosavadního vývoje společnosti v letech 2002 až 2006.

### **6.1 Analýza poměrových, rozdílových a provozních ukazatelů**

Poměrové ukazatele pomocí podílů dvou veličin charakterizují jejich vzájemný vztah. Mezi použité poměrové ukazatele patří likvidita, rentabilita, zadluženost, aktivita.

Rozdílové ukazatele, jak již z názvu vyplývá, fungují na bázi rozdílu daných veličin. Použitý rozdílový ukazatel je pouze čistý pracovní kapitál.

Provozní ukazatele pomáhají managementu firmy hodnotit efektivní využití aktiv. Je důležité sledovat provozní ukazatele, protože informují o případných změnách před jejich dopadem na celkovou finanční situaci podniku. Použitým provozním ukazatelem je produktivita práce z přidané hodnoty.

#### **6.1.1 Likvidita**

Ukazatelé likvidity charakterizují schopnost společnost dostát svým závazkům. Likvidita se měří ve třech stupních, které se dělí podle likvidnosti daných oběžných aktiv. Nejlikvidnějšími jsou finanční prostředky v pokladně a na účtu, nejméně likvidní jsou zásoby. Výsledky ukazatelů likvidity jsou ovlivněny skutečností, že hodnoty se kterými se pracuje, jsou stavy k určitému datu (v našem případě k 31.12. daného roku)

### Použité vzorce:

$Běžná\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva}{(Krátkodobé\ závazky + Krátkodobé\ bank.\ úvěry)}$

Doporučené hodnoty: 1,5 – 2,5

$Pohotová\ likvidita = \frac{(Oběžná\ aktiva - Zásoby)}{(Kr.\ závazky + Kr.\ bankovní\ úvěry)}$

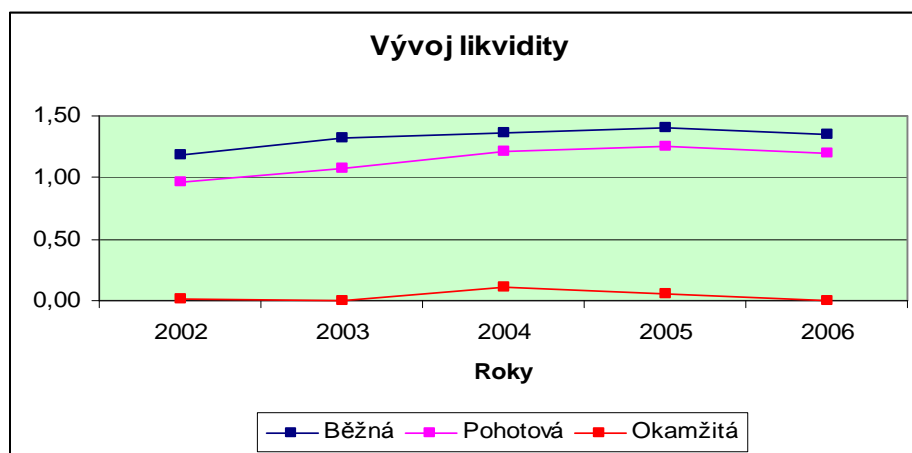
Doporučené hodnoty: 1 a více

$Okamžitá\ likvidita = \frac{Krátkodobý\ fin.\ majetek}{(Kr.\ závazky + Kr.\ bankovní\ úvěry)}$

Doporučené hodnoty: 0,2 – 0,5

LIKVIDITA	2002	2003	2004	2005	2006
Běžná	1,18	1,32	1,36	1,41	1,34
Pohotová	0,96	1,07	1,22	1,25	1,20
Okamžitá	0,02	0,01	0,12	0,06	0,01

Tabulka č. 1: Likvidita



Graf č. 5: Vývoj likvidity

Likvidita společnosti není na nejlepší úrovni. Pouze pohotová likvidita se od roku 2003 udržuje v doporučených hodnotách. Běžná i okamžitá likvidita nedosahuje doporučených hodnot, společnost tedy může mít problémy s placením svých závazků. Na druhou stranu může společnost kvalitním plánováním svých peněžních toků a udržováním nízké likvidity zvýšit svou rentabilitu.

Společnost udržuje nízké částky svých peněžních prostředků na účtu i v pokladně, proto je okamžitá likvidita tak nízká.

Dlouhodobě lze vypořádat mírně se zvyšující trend. Od roku 2005 došlo opět k nepatrnému snížení likvidity. Společnost využívá kontokorentního úvěru u banky, a proto nízká likvidita nemusí znamenat neschopnost hradit své závazky.

### 6.1.2 Zadluženost

Ukazatele zadluženosti vyjadřují kolik majetku společnosti je financováno cizím kapitálem. Vyšší podíl cizího kapitálu může zvyšovat rentabilitu podniku a tedy i jeho cenu, ale také může vést k finanční nestabilitě.

#### Použité vzorce:

*Celková zadluženost = Cizí zdroje / Aktiva celkem*

*Úrokové krytí = Provozní VH / Nákladové úroky*

*Úrokové krytí z EBIT = EBIT / Nákladové úroky*

*Průměrná doba splácení dluhů = (Cizí kapitál – Peněžní prostředky) / Potenciální CF*

ZADLUŽENOST	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Celková zadluženost</b>	44,73%	45,68%	44,89%	44,37%	56,21%
<b>Úrokové krytí z provozního VH</b>	4,27	3,16	3,53	3,82	1,98
<b>Úrokové krytí z EBIT</b>	2,40	1,72	1,66	2,15	0,41
<b>Průměrná doba splácení dluhů</b>	5,65	6,05	8,85	10,67	43,27

Tabulka č. 2: Zadluženost

Celková zadluženost podniku se do roku 2006 pohybovala pod hranicí 50 % celkového kapitálu. V roce 2006 cizí zdroje financování přesáhly 50 % kapitálu. Společnost začala více využívat levnější cizí zdroje financování, zejména krátkodobých obchodních úvěrů.

Ukazatel úrokového krytí udává kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Dle doporučení by měl zisk převyšovat placené úroky minimálně 3 – 6x. Jestliže se úrokové krytí rovná 1, znamená to, že podnik k úhradě nákladových úroků použije celého zisku. Kromě roku 2006 se úrokové krytí počítané z provozního hospodářského výsledku pohybuje v doporučených hodnotách. V roce 2006 došlo k výraznému snížení, které bylo způsobeno zejména nižším provozním hospodářským výsledkem a mírným zvýšením placených úroků. Snížený hospodářský výsledek způsobila zejména tvorba zákonné rezervy na opravy dlouhodobého majetku. Společnost i přes snížení je schopna hradit své nákladové úroky a zároveň vytvářet zisk.

Ukazatel úrokového krytí počítaný z EBIT vykazuje výrazně nižší hodnoty, jelikož EBIT je na rozdíl od provozního výsledku hospodaření nižší o finanční náklady podniku (které nejsou úroky). V roce 2006 je ukazatel pod hodnotou 1, to znamená, že společnost není schopna hradit nákladové úroky z EBIT, dostává se do ztráty. V budoucnu by mohla mít problémy například se získáním bankovního úvěru.

Průměrná doba splácení dluhů meziročně roste. V roce 2006 vzrostla dokonce na 43 let. Růst ukazatele způsobuje zejména meziroční pravidelný pokles dispozičního cash-flow. V roce 2006 kromě výrazně nízkého cash-flow způsobil růst ukazatele i výrazný růst (asi 1,5x) cizích zdrojů společnosti. Výrazné prodlužování doby splácení dluhů není pozitivní, může vést až k neschopnosti hradit své závazky.

### **6.1.3 Rentabilita**

Ukazatelé rentability poměří zisk dosažený podnikáním s výši zdrojů podniku, jichž bylo užito k jeho dosažení. (10)

#### **Použité vzorce:**

$$ROA = \text{Provozní VH} / \text{Celkové zdroje}$$

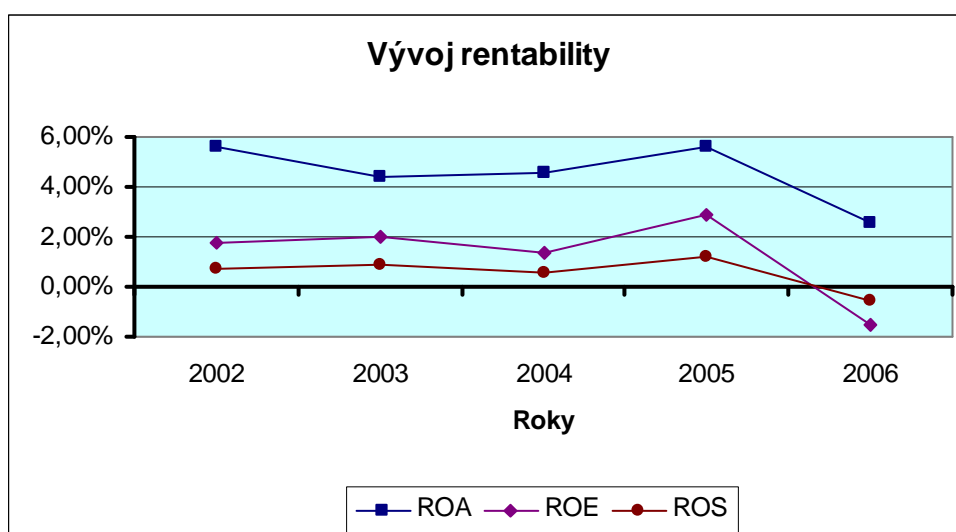
$$ROE = \text{VH po zdanění} / \text{Vlastní kapitál}$$

$ROS = VH \text{ po zdanění} / \text{Tržby}$

$\text{Zisková marže tržeb} = \text{Provozní VH} / \text{Tržby}$

RENTABILITA	2002	2003	2004	2005	2006
ROA	5,62%	4,41%	4,56%	5,61%	2,55%
ROE	1,76%	2,00%	1,34%	2,91%	-1,54%
ROS	0,72%	0,92%	0,55%	1,16%	-0,59%
Zisková marže tržeb	0,04	0,04	0,03	0,04	0,02

Tabulka č. 3: Rentabilita



Graf č. 6: Vývoj rentability

Hodnoty ukazatelů jsou velmi nízké, ale stabilní. Rok 2006 zaznamenal prudký pokles dosažených výsledků, vzhledem k výši výsledku hospodaření po zdanění dokonce záporných hodnot. Výrazně horší výsledky roku 2006 jsou způsobeny zejména vznikem zákonné rezervy na opravy dlouhodobého majetku, která snížila provozní výsledek hospodaření o 2 802 tis. Kč. Dlouhodobě se rentabilita podniku pohybuje výrazně pod odvětvovými průměry (průměry odvětví roku 2006: ROA 8,5 %, ROS 3,86 %, zisková marže tržeb 5,8) a je potřeba tuto situaci řešit.

#### 6.1.4 Aktivita

Ukazatelé aktivity měří, jak efektivně firma hospodaří se svými aktivy. Vlastní-li aktiv více než je účelné, vznikají zbytečné náklady, které snižují zisk; vlastní-li aktiv nedostatek bude se muset vzdát potenciálních příležitostí a přichází tak o možný zisk.

##### Použité vzorce:

*Obrat celkových aktiv = Tržby / Aktiva celkem*

*Obrat stálých aktiv = Tržby / Stálá aktiva*

*Doba obratu zásob = Průměrná zásoba / Denní spotřeba*

*Doba obratu pohledávek = Pohledávky z obchodního styku / Denní tržby*

*Doba obratu závazků = Závazky z obchodního styku / Denní výkonová spotřeba*

<b>AKTIVITA</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Obrat celkových aktiv</b>	1,33	1,18	1,34	1,38	1,14
<b>Obrat stálých aktiv</b>	2,43	2,46	2,98	3,21	3,29
<b>DO zásob</b>	49,32	59,89	40,32	28,43	36,66
<b>DO pohledávek z obch. styku</b>	97,18	118,78	113,44	120,56	77,75
<b>DO závazků z obch. styku</b>	43,93	55,11	49,24	46,15	34,38

Tabulka č. 4: Aktivita

Doba obratu zásob dosahuje ze zvolených výpočtů dob obratů nejlepší výsledky. Dlouhodobě lze zaznamenat snižování doby obratu zásob, rok 2006 opět skokově vzrostl díky vysokému stavu hotových výrobků na skladě. Jelikož stav zásob je brán z rozvahy k určitému datu, může být výsledek zkreslen. Doby obratů pohledávek dosahují nejvyšších hodnot – pohybují se okolo 100 dnů. V roce 2006 si lze povšimnout výrazného snížení, které ovšem je kompenzováno zvýšením položky Jiné pohledávky, jež není zahrnuta ve výpočtu (je na ní účtováno o poskytnuté půjčce). Není zde dodržena také zásada, že by doba obratu závazků měla být delší než doba obratu pohledávek.

### 6.1.5 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál představuje část oběžného majetku financovanou dlouhodobým kapitálem.

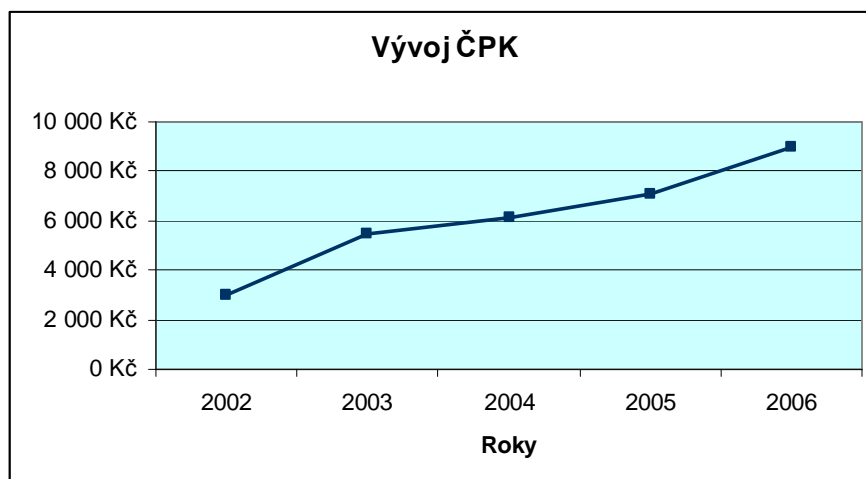
#### Použité vzorce:

$$\text{ČPK} = \text{Oběžná aktiva} - (\text{Krátkodobé závazky} - \text{Krátkodobé bankovní úvěry})$$

$$\Delta \text{ČPK} = \text{ČPK}_{t-1} - \text{ČPK}_t$$

Rozdílový ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
ČPK	2 965 Kč	5 490 Kč	6 110 Kč	7 048 Kč	8 958 Kč
ΔČPK		2 525 Kč	620 Kč	938 Kč	1 910 Kč

Tabulka č. 5: ČPK



Graf č. 7: Vývoj ČPK

Navzdory nepříznivým výsledkům výše uvedených ukazatelů (zejména likvidity) vykazuje hodnota čistého pracovního kapitálu pozitivní rostoucí trend. Jestliže je čistý pracovní kapitál kladný může to znamenat, že firma má dobré finanční zázemí a je likvidní. (10) Záleží však na struktuře oběžných aktiv vstupujících do výpočtu.

### 6.1.6 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Vlastní kapitál/Kapitál celkem	54,53%	53,90%	54,62%	54,95%	43,41%
DM/Aktiva celkem	54,84%	47,74%	44,89%	42,91%	34,73%
(VI. Kapitál+ DI. cizí kapitál)/DM	111,59%	126,29%	135,50%	140,69%	137,11%
Vlastní kapitál/DM	99,43%	112,91%	121,67%	128,05%	124,98%

Tabulka č. 6: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Jak již bylo uvedeno výše, podíl vlastního a cizího kapitálu společnost udržuje cca na 50 %. V roce 2006 se podíl vlastního kapitálu snížil na 43 %. Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech se také snižuje. Snížení způsobuje jak mírné snižování hodnoty dlouhodobého majetku, tak i zvyšování majetku oběžného, které způsobuje nárůst celkových aktiv.

Dlouhodobý majetek je dobře kryt celkovým dlouhodobým majetkem i vlastním kapitálem. Z výše uvedené tabulky lze odvodit, že firma si zachovává určitou finanční stabilitu.



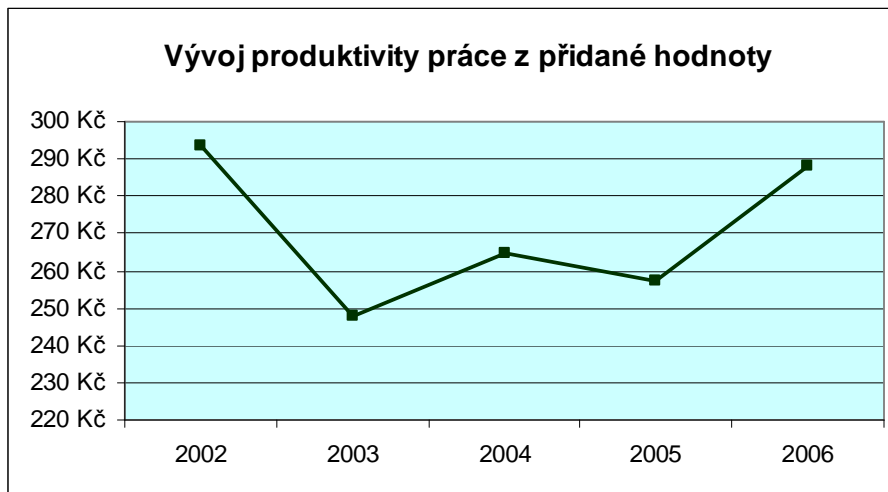
## 6.1.7 Produktivita práce z přidané hodnoty

### Použitý vzorec:

*Produktivita práce z přidané hodnoty = Přidaná hodnota / počet zaměstnanců*

Provozní ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Produktivita práce z přidané hodnoty	294 Kč	248 Kč	265 Kč	257 Kč	288 Kč

Tabulka č. 7: Produktivita práce z přidané hodnoty



Graf č. 8: Vývoj produktivity práce z přidané hodnoty

Produktivita práce z přidané hodnoty vykazuje také pozitivní zvyšující se trend. V roce 2003 prudce klesla, ale v další letech začala pozvolna růst. Důvodem poklesu v roce 2003 bylo zvýšení průměrného stavu zaměstnanců z 58 na 64 a současně snížení tržeb oproti roku 2002.

## 6.2 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Použité souhrnné modely vyhodnocují finanční situaci podniku, kde výsledkem je jediná hodnota. Uživatel tedy nemusí syntetizovat jednotlivé ukazatele, aby vyslovil konečný názor na finanční situaci podniku. Pro souhrnné hodnocení jsem zvolila Altmanův index, českou obdobu index IN 01 a Kralickův Quictest.

### 6.2.1 Altmanův index, index IN 01

#### Použité vzorce:

$$Z = 0,717x_1 + 0,847x_2 + 3,107x_3 + 0,420x_4 + 0,998x_5$$

Kde:

$x_1$  = ČPK / Aktiva celkem;  $x_2$  = Nerozdělený VH / Aktiva celkem;  $x_3$  = EBIT / Aktiva celkem;  $x_4$  = Základní kapitál / Cizí zdroje;  $x_5$  = Tržby / Aktiva celkem.

Doporučené hodnoty:      větší než 2,9      podnik tvoří hodnotu  
   1,2 – 2,9      „šedá zóna“  
   menší než 1,2      hrozba bankrotu

$IN\ 01 = 0,13 * (Aktiva/Cizí\ zdroje) + 0,04 * (EBIT/nákladové\ úroky) + 0,32 * (EBIT /Aktiva) + 0,21 * (Výnosy/Aktiva) + 0,09 * (Oběžná\ aktiva / Kr.\ závazky\ a\ kr.\ bank.\ úvěry)$

Doporučené hodnoty:      větší než 1,77      podnik tvoří hodnotu  
   0,75 – 1,77      „šedá zóna“  
   menší než 0,75      hrozba bankrotu podniku

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Altmanův index</b>	2,14	1,90	2,10	2,18	1,70
<b>Index IN 01</b>	1,40	1,25	1,32	1,40	1,05

Tabulka č. 8: Altmanův index, Index IN 01

Oba souhrnné modely určily, že podnik se nachází v tzv. „šedé zóně“. Podnik dle těchto ukazatelů má jisté problémy, ale není ohrožena bankrotem. Opět si lze povšimnout poklesu v roce 2006, pravděpodobně částečně způsobený vznikem rezervy.

## 6.2.2 Kralickův Quicktest

Použité zkratky:

VK ... Vlastní kapitál

PCF... Potenciální Cash-flow

A ..... Aktiva celkem

T..... Celkové tržby

CZ ... Cizí zdroje

Ukazatel	x1	x2	x3	x4
	Finanční stabilita		Výnosová situace	
Ukazatel vypovídá o:	kapitálové síle (VK/A)	zadlužení (CZ/PCF)	finanční výkonnosti (PCF/T)	výnosnosti (EBIT/A)
<b>Známka hodnocení</b>				
1 výborný	>30%	< 3 roky	>10%	> 15%
2 velmi dobrý	>20%	< 5 let	> 8%	> 12%
3 průměrný	>10%	≤12 let	> 5%	> 8%
4 špatný	≤10%	> 12 let	≤ 5%	≤ 8%
5 ohrožený insolvencí	neg.	> 30 let	neg.	neg.
Výše ukazatele 2002	54,53%	5,75	5,85%	3,17%
Známka ukazatele 2002	1	3	3	4
Finanční stabilita / Výnosová situace	2		3,5	
<b>Známka celkem 2002</b>	<b>2,75</b>			
Výše ukazatele 2003	53,90%	6,08	6,39%	2,39%
Známka ukazatele 2003	1	3	3	4
Finanční stabilita / Výnosová situace	2		3,5	
<b>Známka celkem 2003</b>	<b>2,75</b>			
Výše ukazatele 2004	54,62%	9,83	3,42%	2,15%
Známka ukazatele 2004	1	3	4	4
Finanční stabilita / Výnosová situace	2		4	
<b>Známka celkem 2004</b>	<b>3</b>			
Výše ukazatele 2005	54,95%	11,27	2,86%	3,17%
Známka ukazatele 2005	1	3	4	4
Finanční stabilita / Výnosová situace	2		4	
<b>Známka celkem 2005</b>	<b>3</b>			
Výše ukazatele 2006	43,41%	43,49	1,13%	0,53%
Známka ukazatele 2006	1	5	4	4
Finanční stabilita / Výnosová situace	3		4	
<b>Známka celkem 2006</b>	<b>3,5</b>			

Tabulka č. 9: Kralickův Quicktest

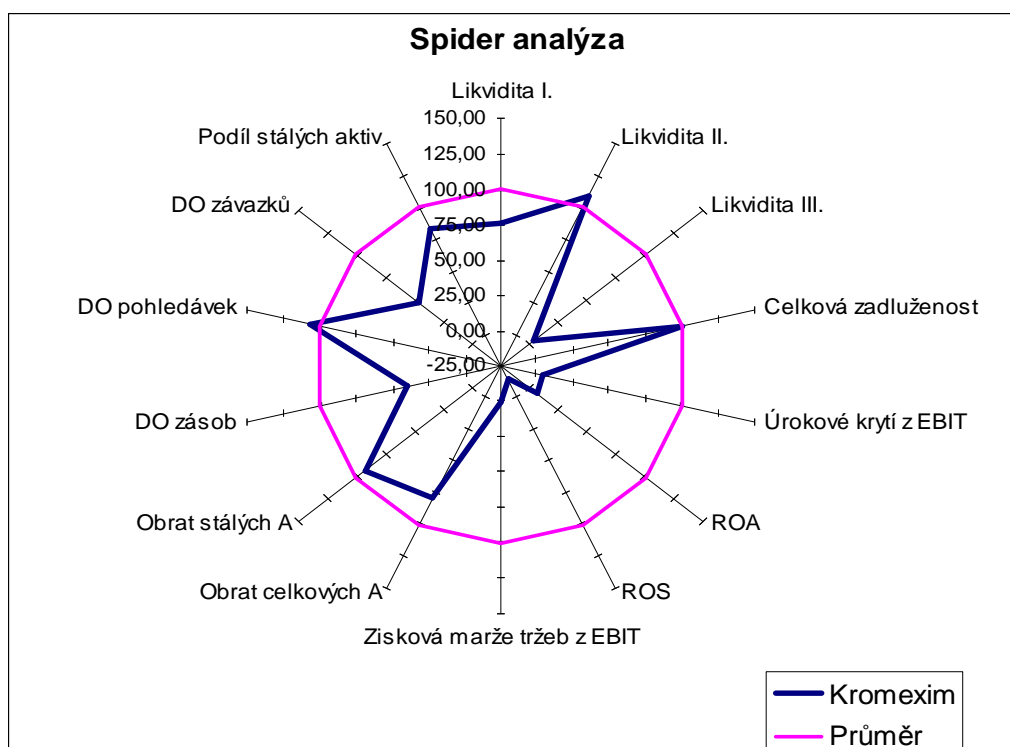
Z Kralickova Quicktestu lze přehledně získat informace o tom, kde má firma své silné a slabé stránky. KROMEXIM Products spol. s r.o. vykazuje nejlepší známky v oblasti

své kapitálové síly. Podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech dosahuje nejlepšího hodnocení. Zadluženost podniku se od roku 2002 stále zhoršuje. Situace je způsobena zejména vysokými závazky z obchodního styku a v roce 2006 se ještě zvýšila vznikem krátkodobého bankovního úvěru. Ukazatel finanční výkonnosti na výnosové straně se také rok od roku zhoršuje. Zejména k tomuto stavu přispívá klesající cash-flow. Výnosnost podniku stále dosahuje velmi špatné úrovně.

Celkově však firma dosahuje hodnocení 3,5, což značí, že firma není ohrožena, ale má jisté potíže (viz výnosová strana testu).

### 6.3 Spider analýza – porovnání výsledků finanční analýzy s oborovým průměrem

Závěrem k finanční analýze přikládám tzv. SPIDER analýzu, která porovnává výsledky podniku s odvětvovým průměrem. Do srovnání jsem zařadila vybrané ukazatele rentability, likvidity, aktivity a některé další. Pro měření odvětvového průměru jsem zvolila rozdělení dle OKEČ (Odvětvová klasifikace ekonomických činností), skupinu DK 31 – Výroba elektrických strojů a zařízení jiného druhu.



Graf. č. 9: Spider analýza

**Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů Ministerstva obchodu a průmyslu ČR**

Z analýzy vyplývá, že společnost téměř u všech ukazatelů zaostává za odvětvovým průměrem. Výrazně zaostává u rentability. Problém nízké rentability byl již rozváděn v kapitole 6.1.3. Rentabilita. Dále je firma výrazně pod odvětvovým průměrem v oblasti likvidity 3. stupně a u úrokového krytí. Nízkou likviditu nepovažuji za výrazný nedostatek vzhledem k využívání kontokorentního úvěru. Ostatní porovnávané ukazatele již nedosahují tak výrazně horších hodnot.

## 6.4 Souhrnné hodnocení finanční analýzy

Společnost má ve finanční oblasti jisté potíže. Nízkou likviditu nepovažují za nebezpečný ukazatel vzhledem k využívání kontokorentního úvěru. Společnost nemusí udržovat zbytečně velkou zásobu finančních prostředků, kterou může lépe investovat.

Zásadní problém však spatřuji v rentabilitě. Rentabilita podniku je velice nízká a pokud firma nebude tuto situaci řešit, nebude časem schopna vytvářet zisk. Dle konzultace s vedením firmy si společnost tuto situaci uvědomuje a začíná ji řešit. Jelikož společnost využívá téměř na 100 % svou výrobní kapacitu a rozšíření výroby by bylo neekonomické, rozhodlo se vedení snižovat náklady, zvyšovat produktivitu práce a zvýšit obchodní marži prodeje.

V oblasti snižování nákladů přestala KROMEXIM Products spol. s r.o. od roku 2008 využívat nákupu materiálu přes svou matku, což znamená úsporu 7 %, kterou si Kromexim a.s. Kroměříž účtovala jako provizi. Od roku 2007 přestala využívat služeb faktoringové společnosti. Náklady na tuto službu ročně činily asi 1 200 tis. Kč. Pro zvýšení obchodní marže má společnost v plánu „přeskočit“ jeden či více článků odběratelů (velkoobchodů), čímž si bude moci zvýšit prodejní cenu. Na nízké rentabilitě se také významně podílí menšinový vlastník společnosti INTELEK spol. s r.o., kterému jsou prodávány produkty za nepřiměřeně nízké ceny.

I přes zmíněné potíže s ohledem na plán oceňovaného podniku do budoucnosti považují firmu za schopnou v budoucnu vytvářet hodnotu.

## 7. Sestavení finančního plánu

Pro ocenění výnosovou metodou je nezbytné sestavit finanční plán společnosti. Výsledkem finančního plánu by měl být plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovaná rozvaha a plánované cash flow. KROMEXIM Products spol. s r.o. vlastní finanční plán nesestavuje, pracuje pouze s dílčími plány, jako např. plán investic. Následující plán je sestaven na základě konzultací s vedením společnosti s přihlédnutím k předpokládanému vývoji jak odvětví, tak celého hospodářství České republiky.

### 7.1 Plánovaný Výkaz zisku a ztráty

#### 7.1.1 Předpoklady pro sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty

**Prognóza vývoje tržeb:**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tempo růstu tržeb		-8,74%	13,40%	5,28%	0,93%	-4,25%	3,20%	4,50%	5,00%
Tržby (tis. Kč)	56 205	51 292	58 164	61 234	61 802	59 174	61 068	63 816	67 006
Průměrné tempo růstu		2,72%				2,11%			

Tabulka č. 10: Prognóza tržeb

Vývoj tržeb je sestaven na základě analýzy vývoje minulých let, kdy v letech 2002 až 2003 byl průměrné tempo růstu 2,72 %. Plánované tempo růstu v letech 2007 až 2010 odhaduji na 2,11%.

Prognóza tržeb zohledňuje změnu obchodních strategií, investiční plán, dále je kalkulováno s předpokládaným vývojem makroekonomického prostředí (tedy předpokládaného hospodářského vývoje České republiky) a samozřejmě s předpokládaným vývojem odvětví.

V oblasti obchodní strategie podnik plánuje „přeskočení“ jednoho či více článků odběratelů, čímž si bude moci dovolit prodávat s vyšším ziskem. V letech 2007 – 2009



dojde k modernizaci a k výrazným výrobním investicím, které by měly zajistit vyšší rentabilitu podniku. Předpokládám též stabilní růst odvětví, zejména vzhledem k predikci růstu průmyslového stavebnictví v České republice (na základě konzultace s odborníky ze společnosti Bovis Lend Lease a.s.). V oblasti makroekonomického prostředí předpokládám stabilní vývoj (zejména stabilní růst HDP, snížení a stabilizaci inflace v budoucích 3 letech).

Pro prognózu vývoje jsou tržby sníženy o plnění získána od propojených osob z činností, které nejsou hlavním předmětem činnosti společnosti Kromexim Products spol. s r.o (viz příloha). Rok 2007, který je zahrnut do finančního plánu je upraven o skutečně dosažené tržby tohoto roku.

Do finančního plánu nezahrnuji položky „Změna stavu zásob vlastní činností“ a „Aktivaci“. Odhad těchto položek by s vysokou pravděpodobností neodpovídal skutečnosti.

#### **Prognóza hlavních složek nákladů:**

Prognóza nákladů je vypočtena především metodou procentního podílu na tržbách (pokud jsou zaznamenány souvislosti nákladové položky s tržbami). Podrobná analýza vývoje nákladů je uvedena v příloze.

Položka „Spotřeba materiálu a energie“ je kalkulována na 56,9 % z tržeb. Zároveň jsem vypočtenou hodnotu snížila o 600 tis. Kč jako důsledek snížení využívání nákupu materiálu od mateřské společnosti. (Provize za tuto službu činila 7 % z objemu nákupu.) Významnou část úspory pokryla inflace, a proto kalkuluji jen s částkou 600 tis. Kč.

Kalkulace nákladové položky „Služby“ je opět založena na výpočtu procentem z příjmů ve výši 13,4 %. Hodnota je následně snížena o částku 1100 tis. Kč, která představuje snížení nákladů na faktoring, který byl v roce 2007 zrušen.

Osobní náklady jsou taktéž počítány procentem z tržeb. Výše procenta je převzatá s ohledem na vývoj osobních nákladů v roce 2007.

### **Investiční plán:**

Společnost plánuje významné investice v rozmezí let 2007 – 2010.

#### Plánované investice v jednotlivých letech:

- 2007 - pořízení dlouhodobého nehmotného majetku – Software 1. část. Investovaná částka v roce 2007 byla v hodnotě 312 tis. Kč (celá odepsána v tomto roce).
- 2008 - pořízení dlouhodobého nehmotného majetku – Software 2. část. Celková výše investovaná do nehmotného majetku je kalkulovaná cca na 1 300 tis. Kč, tedy v roce 2008 investice v hodnotě cca 1 000 Kč.
  - pořízení dlouhodobého hmotného majetku - předpokládaná výše investice v roce 2007 je kalkulována asi na 1 700 tis. Kč.
- 2009 - pořízení dlouhodobého hmotného majetku – předpokládaná výše investice v roce 2008 se kalkuluje asi na 3 mil. Kč.
- 2010 - pořízení dlouhodobého hmotného majetku – předpokládaná výše investice daného roku bude činit cca 1 mil. Kč.

Příloha č. 5 obsahuje plánovaný vývoj dlouhodobého majetku.

### **Plán rezerv:**

- 2006 vytvoření zákonné rezervy na opravy dlouhodobého hmotného majetku ve výši 2 802 tis. Kč.
- 2007 doplnění rezervy na konečnou výši 5 604 tis. (tedy navýšení o 2 802 tis. Kč).
- 2008 vyčerpání rezervy na opravy dlouhodobého hmotného majetku (ve finančním plánu kalkulují s vyčerpáním rezervy na daný účel, může se stát, že firma nebude moci rezervu vyčerpat a musela by ji rozpustit do výnosů).

### **Ostatní položky plánovaného výkazu zisku a ztráty:**

Položky „Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu“ a „Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu“ nebudou ve finančním plánu kalkulovat. Jejich výše je těžko předvídatelná a nesouvisí s hlavním předmětem činnosti podniku.

Položky týkající se nákladových a výnosových úroků jsou odhadovány na základě minulého vývoje s přihlédnutím na vývoj úrokových sazeb České republiky a předpokládaným finančním půjčkám. Rok 2007 obsahuje reálné údaje.

Ostatní finanční výnosy a náklady nekalkulují. Do roku 2007 bylo v položkách Ostatní finanční výnosy / náklady účtováno o faktoringu, který od roku 2007 společnost nevyužívá. Ostatní položky jsou spíše výjimečné a těžko předvídatelné, aby tedy nedošlo ke zkreslení špatným odhadem raději nekalkulují.

Při výpočtu plánované daně z příjmů kalkulují s předpokládanou sazbou daně z příjmů pro daný rok (dle aktuálního znění zákona č.586/1992 Sb., o daních z příjmů). Daň z příjmů odložená na osobním odhadu, jelikož nemám podklady z firmy.

## 7.1.2 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Plánovaný výkaz zisku a ztráty je kalkulovaný na základě předchozí kapitoly 7.1.1.

<b>Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Výkony, z toho:</b>	<b>59 591</b>	<b>61 068</b>	<b>63 816</b>	<b>67 006</b>
- tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	59 174	61 068	63 816	67 006
- změna stavu zásob vlastní činnosti	417			
<b>Výkonová spotřeba, z toho:</b>	<b>39 642</b>	<b>41 331</b>	<b>48 766</b>	<b>45 505</b>
- spotřeba materiálu a energie	32 303	34 148	35 711	37 526
- služby	7 339	7 183	13 055	7 979
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>19 958</b>	<b>19 737</b>	<b>15 050</b>	<b>21 501</b>
<b>Osobní náklady, z toho:</b>	<b>15 275</b>	<b>15 683</b>	<b>16 388</b>	<b>17 206</b>
- mzdové náklady	10 990	11 298	11 806	12 396
- náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	3 847	3 927	4 104	4 308
- sociální náklady	438	458	478	502
<b>Daně a poplatky</b>	<b>100</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>53</b>
<b>Odpisy</b>	<b>1 047</b>	<b>1 371</b>	<b>1 645</b>	<b>1 646</b>
Tržby z prodeje DM a materiálu	471			
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu, z toho:	134			
Změna stavu rezerv a opravných položek	3 128	0	-5 604	0
Ostatní provozní výnosy	27 224			
Ostatní provozní náklady	27 015			
<b>Provozní VH</b>	<b>954</b>	<b>2 634</b>	<b>2 570</b>	<b>2 596</b>
Výnosové úroky	434	5	5	5
Nákladové úroky	671	610	690	660
Ostatní finanční výnosy	1	20	20	20
Ostatní finanční náklady	699	1 000	1 000	1 000
<b>Finanční VH</b>	<b>-935</b>	<b>-1 585</b>	<b>-1 665</b>	<b>-1 635</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>-315</b>	<b>-31</b>	<b>20</b>	<b>18</b>
-splatná	153	219	180	178
-odložená	-468	-250	-160	-160
VH za účetní období (+/-)	334	1 080	885	943
<b>VH před zdaněním (+/-)</b>	<b>19</b>	<b>1 049</b>	<b>905</b>	<b>961</b>

Tabulka č. 12: Plánovaný výkaz zisku a ztráty Kromexim Products spol. s r.o.

## 7.2 Plánovaná rozvaha

### 7.2.1 Předpoklady pro sestavení plánované rozvahy

Výše dlouhodobého majetku v rozvaze je odvozena od investičního plánu uvedeného v kapitole 7.1.1. Předpoklady pro sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty a na základě přílohy č. 5.

Při sestavování ostatních položek rozvahy byla použita metoda výpočtu pomocí metody procentního podílu na tržbách s přihlédnutím na vývoj položek v letech 2002 až 2007 a k plánům vedení podniku (viz příloha).

Položka časového rozlišení aktivního je kalkulována s přihlédnutím na leasingový plán společnosti.

Předpokládám neměnnou výši základního kapitálu.

Zisk rozdělují dle postupů firmy z minulých let, tedy:

- 5 % ze zisku do Zákonného rezervního fondu,
- 30 tis. Kč ze zisku do Sociálního fondu,
- zbylá část sníží ztrátu z minulých let.

Položka „Rezervy podle zvláštních právních předpisů“ je kalkulována dle plánu rezerv (viz kapitola 7.1.1. Předpoklady pro sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty).

Pro kalkulaci časového rozlišení aktivního jsem použila průměrnou hodnotu časového rozlišení z minulých let.

Při sestavování finančního plánu taktéž neuvažuji o dalších půjčkách jak přijatých, tak poskytnutých ostatním propojeným osobám či jiným obchodním partnerům.

Kalkulaci s kontokorentním úvěrem, který firma využívá a plánuje využívat i v budoucnosti.

## 7.2.2 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha je kalkulovaná na základě informací uvedených v kapitole 7.2.1.

Položka	2007	2008	2009	2010
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>46 815</b>	<b>47 369</b>	<b>47 308</b>	<b>46 959</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>19 094</b>	<b>19 062</b>	<b>20 417</b>	<b>19 771</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek, toho:</b>	<b>856</b>	<b>750</b>	<b>500</b>	<b>250</b>
- software		980	670	360
- nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	856			
<b>Dlouhodobý hmotný majetek, z toho:</b>	<b>18 238</b>	<b>18 312</b>	<b>19 917</b>	<b>19 521</b>
- pozemky	1 121	1 121	1 121	1 121
- stavby	15 732	15 457	15 455	14 653
- samostatné movité věci a soubory movitých věcí	708	1 734	3 341	3 747
- nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	677			
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>27 144</b>	<b>28 087</b>	<b>26 791</b>	<b>27 058</b>
<b>Zásoby, z toho</b>	<b>4 102</b>	<b>3 185</b>	<b>3 312</b>	<b>3 455</b>
- nedokončená výroba a polotovary	2 031	1 099	1 149	1 206
- výrobky	2 061	2 076	2 153	2 239
<b>Krátkodobé pohledávky, z toho:</b>	<b>23 032</b>	<b>22 987</b>	<b>23 117</b>	<b>23 602</b>
- pohledávky z obchodních vztahů	22 824	22 767	22 897	23 382
- stát - daňové pohledávky	202	220	220	220
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>10</b>	<b>1 915</b>	<b>362</b>	<b>1</b>
<b>Časové rozlišení</b>	<b>577</b>	<b>220</b>	<b>100</b>	<b>130</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>46 815</b>	<b>47 369</b>	<b>47 308</b>	<b>46 959</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>24 391</b>	<b>25 468</b>	<b>26 323</b>	<b>27 236</b>
Základní kapitál	30 899	30 899	30 899	30 899
<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>298</b>	<b>342</b>	<b>396</b>	<b>440</b>
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	250	267	321	365
Statutární a ostatní fondy	48	75	75	75
Výsledek hospodaření minulých let	-7 140	-6 853	-5 857	-5 046
Neuhrazená ztráta minulých let (-)	-7 140	-6 853	-5 857	-5 046
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období</b>	<b>334</b>	<b>1 080</b>	<b>885</b>	<b>943</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>22 110</b>	<b>21 691</b>	<b>20 775</b>	<b>19 513</b>
<b>Rezervy</b>	<b>5 604</b>	<b>5 604</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	5 604	5 604	0	0
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>1 869</b>	<b>1 544</b>	<b>1 384</b>	<b>1 224</b>
Odložený daňový závazek	1 869	1 544	1 384	1 384
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>9 735</b>	<b>14 543</b>	<b>15 191</b>	<b>15 889</b>
Závazky z obchodních vztahů	8 920	4 852	5 070	5 273
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	355	401	419	435
Stát - daňové závazky a dotace	458	130	130	130
Krátkodobé přijaté zálohy		9 160	9 572	10 051
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>4 902</b>		<b>4 200</b>	<b>2 400</b>
Krátkodobé bankovní úvěry	4 902		4 200	
<b>Časové rozlišení</b>	<b>314</b>	<b>210</b>	<b>210</b>	<b>210</b>

Tabulka č. 13: Plánovaná rozvaha Kromexim Products spol. s r.o.

## 7.3 Plánované cash flow

Plánované cash flow sestavené nepřímou metodou doplňuje plánované výkazy zisku a ztráty a rozvahu.

Cash flow (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010
<b>Stav peněžních prostředků na počátku období</b>	158	10	1 772	219
Účetní zisk/ztráta před zdaněním	19	1 049	905	961
<i>Úpravy o nepeněžní operace</i>	4 088	1 976	-3 274	2 301
Odpisy stálých aktiv	1 047	1 371	1 645	1 646
Změna stavu rezerv	2 804	0	-5 604	0
Vyúčtované nákladové úroky (+) a výnosové úroky (-)	237	605	685	655
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami</b>	<b>4 107</b>	<b>3 025</b>	<b>-2 369</b>	<b>3 262</b>
<i>Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu</i>	-2 388	1 225	4 711	-1 660
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, aktivních účtů časového rozlišení	9 333	402	-10	-515
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, pasivních účtů časového rozlišení	-13 976	4 808	648	698
Změna stavu zásob	-418	917	-127	-143
Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	2 673	-4 902	4 200	-1 700
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami</b>	<b>1 719</b>	<b>4 250</b>	<b>2 342</b>	<b>1 602</b>
Vyplacené úroky	-671	-610	-690	-650
Přijaté úroky	434	5	5	5
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>1 482</b>	<b>3 645</b>	<b>1 657</b>	<b>957</b>
<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>	-1 284	-1 950	-3 000	-1 000
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-1 284	-1 950	-3 000	-1 000
Příjmy z prodeje stálých aktiv	9			
<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-1 284</b>	<b>-1 950</b>	<b>-3 000</b>	<b>-1 000</b>
<i>Peněžní toky z finanční činnosti</i>	-583	-538	-895	-863
Dopady změn dlouhodobých závazků na peněžní prostředky	-468	-468	-160	-160
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	-115	-70	-735	-703
<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-583</b>	<b>-538</b>	<b>-895</b>	<b>-863</b>
<b>Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků</b>	<b>-148</b>	<b>1 762</b>	<b>-1 553</b>	<b>-261</b>
<b>Stav peněžních prostředků na konci období</b>	<b>10</b>	<b>1 772</b>	<b>219</b>	<b>-42</b>

Tabulka č. 14: Plánované Cash flow Kromexim Products spol. s r.o.



## **8. Návrh ocenění**

Na základě výše uvedeného finančního plánu provedu výpočet hodnoty podniku metodou diskontovaných peněžních toků (DCF entity) ke dni 31.12.2006. Výslednou hodnotu porovnám s účetní hodnotou vykazovanou v rozvaze společnosti k 31.12. 2006.

### **8.1 Ocenění metodou DCF entity**

Jak již bylo řečeno výše, metoda diskontovaného čistého cash flow je považována za základní metodu výnosového oceňování. Sama metoda DCF se dělí na další tři varianty podle způsobu výpočtu hodnoty podniku. Metoda DCF entity patří mezi nejčastěji používané způsoby výpočtu DCF. V první fázi výpočtu určím hodnotu tzv. volného cash flow, které poté diskontuji diskontní sazbou, a tím získám hodnotu 1. fáze DCF entity. Jako diskontní sazbu jsem zvolila průměrné vážené náklady kapitálu. V druhé fázi určím pokračující hodnotu podniku pomocí Gordonova vzorce. Výsledná hodnota podniku pomocí DCF entity je vlastně již součtem 1. a 2. fáze snižená o hodnotu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a zvýšená o neprovozní majetek k datu ocenění.

#### **8.1.1 Výpočet volného cash flow (FCF)**

Pro výpočet volného cash flow použiji tzv. korigovaný provozní výsledek hospodaření (dále jen KPVH). KPVH je vlastně provozní výsledek hospodaření, ze kterého jsou vyloučeny zisky z prodeje materiálu a dlouhodobého majetku a další nepravidelné výnosy a náklady.

Pro výpočet FCF je potřeba určit hodnotu investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a do nutného pracovního kapitálu.

Provozně nutným dlouhodobým majetkem se rozumí dlouhodobý majetek využívaný pro hlavní činnost podniku. V případě KROMEXIM Products spol. s r.o. považuji

veškerý dlouhodobý majetek za majetek provozně nutný (dle konzultace s pracovníkem firmy).

Význam provozně nutného pracovního kapitálu je obdobný. Jedná se o hodnotu pracovního kapitálu, který je určen výhradně pro hlavní činnost podniku. V případě oceňované společnosti jsem provozně nutný pracovní kapitál snížila o hodnotu půjčky poskytnutou obchodnímu partnerovi (v rozvaze uvedena v položce Jiné pohledávky) a o půjčku od spřízněné osoby (v rozvaze uvedena v položce Jiné závazky). Jelikož v rozvaze za roky 2006 a 2007 jsou výrazné výkyvy (dle konzultace s vedením společnosti je budu považovat za výjimečné), pro výpočet FCFF byly tyto výkyvy eliminovány.

Hodnotu peněžních prostředků neopravuji o provozně nutnou likviditu, protože dle mého názoru hodnota finančních prostředků nepřesahuje provozně nutnou výši. Výjimku tvoří rok 2008, kdy pro výpočet volného cash flow snížím výši krátkodobého finančního majetku o 600 tis. Kč (tedy místo hodnoty 1 915 tis. Kč na 1 315 Kč) v souvislosti s výše provedenou úpravou.

Vztahy použité pro určení provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu:

*Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku =  $(DM_t - DM_{t-1}) + odpisy_t$*

kde:

$DM_t$  = stav dlouhodobého majetku v roce t

$DM_{t-1}$  = stav dlouhodobého majetku v roce t-1

*Investice do provozně nutného pracovního kapitálu =  $UPK_t - UPK_{t-1}$*

kde:

UPK = upravený pracovní kapitál

*UPK = Oběžná aktiva – neúročené krátkodobé závazky + časové rozlišení aktivní – časové rozlišení pasivní*

Položky nezahrnuté do provozně nutného pracovního kapitálu:

Poskytnutá půjčka:	stav k 31.12.2006	17 277 tis. Kč
Snížení peněžních prostředků:	stav k 31.12.2008	1 915 tis. Kč,
	sníženo na	1 315 tis. Kč

<b>Položka (v tis. Kč)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Provozně nutný upravený pracovní kapitál	9 400	11 044	12 954	11 490	11 189
Provozně nutný dlouhodobý majetek	19 269	19 094	19 062	20 417	19 771
<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	<b>28 669</b>	<b>30 138</b>	<b>32 016</b>	<b>31 907</b>	<b>30 960</b>

Tabulka č. 14: Provozně nutný investovaný kapitál

Výpočet samotného FCFF je uveden v následující tabulce:

<b>FCFF (v tis. Kč)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
KPVH	408	2 634	2 570	2 596
Upravená daň	98	553	514	493
KPVH po dani	310	2 081	2 056	2 103
Odpisy	1047	1371	1645	1646
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-872	-1 339	-3 000	-1 000
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-1 644	-1 910	1 464	301
<b>FCFF</b>	<b>-1 159</b>	<b>203</b>	<b>2 165</b>	<b>3 050</b>

Tabulka č. 15: Výpočet FCFF

Z přehledu FCFF si lze povšimnout, že volné peněžní toky výrazně rostou. Ze záporné hodnoty dosažené v roce 2007 dosáhly až k hodnotě 3 050 tis. Kč.

### **8.1.2 Výpočet diskontní sazby - průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)**

Vypočtený volný peněžní tok (FCFF) je nutné diskontovat na současnou hodnotu. Jako diskontní míru použijí průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), jak doporučují odborné publikace.

### Vztah pro určení WACC:

$$WACC = n_{ck} (1 - d) (CK / K) + n_{vk(z)} (VK / K)$$

Kde:

$n_{ck}$  = náklady cizího kapitálu

$d$  = sazba daně z příjmů

$CK$  = hodnota cizího kapitálu

$VK$  = hodnota vlastního kapitálu

$K$  = celková hodnota investovaného kapitálu ( $VK + CK = K$ )

$n_{vk(z)}$  = náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet průměrných nákladů kapitálu je zapotřebí znát náklady cizího a náklady vlastního kapitálu. Náklady cizího kapitálu jsou vlastně placené úroky na cizí kapitál. Náklady vlastního kapitálu je složitější získat. Existuje několik metod pro zjištění nákladů vlastního kapitálu. Pro daný příklad použiji stavebnicovou metodu.

### **Náklady vlastního kapitálu – Stavebnicová metoda**

Na základě stavebnicové metody se určí náklady vlastního kapitálu jako součet bezrizikové úrokové sazby a přírážky za riziko. Za bezrizikovou úrokovou sazbu se všeobecně považuje úroková sazba státních dluhopisů. V případě KROMEXIM Products spol. s r.o. počítám s úrokovou sazbou státních dluhopisů se splatností 30 let a úrokovou sazbou 4,2 % (emise dluhopisů 4.12.2006).

Pro zjištění rizikové přírážky jsem použila postupu z knihy M. Mařík a kol. Metody oceňování podniku (Praha 2003). Jednalo se o 31 otázek, z toho 25 z obchodní oblasti a 6 z oblasti finanční, u kterých se určila míry jednotlivých rizik. Výsledný přehled rizikových přírážek pro určení nákladů vlastního kapitálu je uveden v následující tabulce. Konkrétní postup uveden v příloze č. 7.

<b>Bezriziková výnosová míra</b>		<b>4,2%</b>
I. Rizika oboru	0,72%	
II. Rizika trhu	0,38%	
III. Rizika z konkurence	1,89%	
IV. Management	0,73%	
V. Výrobní proces	0,86%	
VI. Specifické faktory	1,65%	
Obchodní riziko		6,22%
Finanční riziko		3,09%
<b>Riziková prémie celkem</b>		<b>9,30%</b>
Prémie za nižší likviditu		1,50%
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>		<b>10,80%</b>

Tabulka č. 16: Náklady vlastního kapitálu – stovebnicová metoda

Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu dosáhla 10,8 %. K vypočtené rizikové přírážce jsem přičetla přírážku za nižší likviditu 1,5 %. V tomto případě se jedná o likviditu podílů společnosti. V případě velkých společností (obchodovaných na burzách) se přírážka za riziko rovná 0 %, u malých podniků se doporučuje 2 % a u fyzických osob 4-5 %.

### Náklady na cizí kapitál

Do cizího kapitálu společnosti zahrnuji pouze úročený cizí kapitál. V případě oceňované společnosti se jedná o kontokorentní bankovní úvěr a o půjčku od spřízněné osoby. Úrok z této půjčky byl stanoven smlouvou ve výši 140 % diskontní sazby ČNB, která v době sjednání půjčky činila 1 %. Jelikož však určuji tržní hodnotu podniku, použiji tržní úrokovou sazbu krátkodobých úvěrů. Jako nejobektivnější výši tržní sazby považuji úrokovou sazbu 4,81 %, kterou je úročen kontokorentní úvěr společnosti.

Položka kapitálu	$N_{ck}$	Tržní hodnota	Součin
Bankovní úvěry krátkodobé	4,81%	2 229 tis. Kč	107 tis. Kč
Půjčka od spřízněné osoby	4,81%	11250 tis. Kč	541 tis. Kč
<b>Součet</b>		<b>13479 tis. Kč</b>	<b>648 tis. Kč</b>
<b>Průměrné náklady cizího kapitálu</b>			<b>4,81%</b>

Tabulka č. 17: Náklady cizího kapitálu

## Váhy nákladů kapitálu na celkovém investovaném kapitálu

Pro reálnou hodnotu nákladů kapitálu určím váhy nákladů jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Výše vlastního kapitálu pro kalkulování vah obsahuje i hodnotu rezervy na opravy dlouhodobého majetku (zákonná rezerva) a hodnotu odloženého daňového závazku. Tyto položky nespádají do úročního cizího kapitálu a díky svým specifikám je lze považovat za vlastní kapitál.

Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>29 222</b>	<b>68,4%</b>
Bankovní úvěry krátkodobé	2229	5,2%
Půjčka od spřízněné osoby	11 250	26,3%
<b>Úročený cizí kapitál celkem</b>	<b>13 479</b>	<b>31,6%</b>
<b>Celkový zpoplatněný kapitál</b>	<b>42 701</b>	<b>100,0%</b>

Tabulka č. 18: Váhy nákladů kapitálu na celkovém kapitálu

Vlastní kapitál se podílí 69,4 % na celkovém zpoplatněném kapitálu, 31,6 % se podílí úročený cizí kapitál.

## Určení vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC)

Nyní již lze určit WACC, kdy váhu daného druhu kapitálu vynásobím s jeho nákladovým úrokem. Výsledné součiny se sečtou, a tím získám průměrné vážené náklady kapitálu.

Položka	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	68,4%	10,8%	7,4%
Cizí kapitál po dani	31,6%	3,9%	1,2%
<b>WACC</b>			<b>8,6%</b>

Tabulka č. 19: Výpočet WACC

Průměrné vážené náklady kapitálu společnosti KROMEXIM Products spol. s r.o. dosáhly 8,6 %, z čehož 7,4 % náleží vlastnímu kapitálu a 1,2 % kapitálu cizímu.

### 8.1.3 Hodnota 1. fáze výpočtu DCF entity

Závěrem 1. fáze výpočtu hodnoty podniku pomocí DCF entity diskontují volné peněžní toky (FCFF) průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC). Součet diskontovaných FCFF let 2007 až 2010 udává hodnotu DCF entity 1. fáze.

Položka (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010
FCFF	-1 159	203	2 165	3 050
Odúročitel pro diskontní míru	0,9206	0,8475	0,7802	0,7183
<b>Diskontované FCFF k 31.12.2006</b>	<b>-1 067</b>	<b>172</b>	<b>1 689</b>	<b>2 191</b>

Tabulka č. 20: Výpočet diskontovaného FCFF

Odúročitel pro diskontní míru =  $1/(1+WACC)^{T-2006}$

kde:

T = aktuální rok

Hodnota 1. fáze výpočtu DCF entity dosáhla hodnoty 2 985 tis. Kč. Diskontované FCFF vykazuje významný růst. Růst způsobuje zejména předpokládaným vývoj tržeb, který souvisí se změnou obchodní politiky a investicemi do dlouhodobého majetku.

### 8.1.4 Hodnota 2. fáze výpočtu DCF entity

Úkolem druhé fáze výpočtu DCF entity je určit pokračující hodnotu podniku. Pokračující hodnotu získám pomocí Gordonova vzorce.

Pro úplnost opět uvádím Gordonův vzorec:

*Pokračující hodnota v čase T =  $FCF_{T+1}/(i_k - g)$ ,*

Kde:

T = poslední rok prognózovaného období

$i_k$  = průměrné náklady kapitálu (použiji vypočtené WACC)

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

FCF = volný peněžní tok

S podmínkou, že  $ik > g$ .

Vzorec pracuje s volným peněžním tokem pro rok  $T + 1$ , což je vlastně 1. rok pro který není sestaven finanční plán. Pro výpočet tohoto FCFF použijí předpokládané tempo růstu  $g$ .

### **Určení tempa růstu ( $g$ )**

Předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze je klíčovým faktorem pro určení hodnoty podniku v 2. fázi.

Předpokládané tempo růstu by mělo zohledňovat předpokládaný vývoj podniku (růst tržeb, provozního výsledku hospodaření), vývoj odvětví a také v neposlední řadě makroekonomický vývoj (růst HDP, inflace, úrokových sazeb).

Tempo růstu FCFF pro 2. fázi jsem zvolila ve výši 4,5 %. Předpokládaný růst volného cash flow v letech 2007 – 2008 rostl mnohem více (v průměru o skoro 300 %) vlivem předpokládaných investic a změnám obchodní strategie, které pomohou zvýšit rentabilitu firmy. V dlouhodobém (nekonečně dlouhém) časovém horizontu však s takovým nárůstem očekávat nelze. Pro druhou fázi předpokládám již stabilnější vývoj společnosti.

Z vnějších vlivů zohledňuji předpokládaný vývoj odvětví, kde očekávám stabilní mírný růst. Z makroekonomických faktorů zohledňuji zejména růst HDP, kde předpokládám také růst (viz makroekonomická a mikroekonomická analýza).

Je-li zvoleno tempo růstu lze vypočítat hodnotu FCFF pro rok  $T + 1$ ,

kdy  $FCFF_{T+1} = FCF_T * (1 + g)$ ,

a tedy  $FCFF_{T+1} = 3\,050 * (1 + 4,5\%) = 3\,187$  tis. Kč



Dosažením do Gordonova vzorce získám pokračující hodnotu:

Pokračující hodnota roku 2010 =  $3\,187 / (8,6\% - 4,5\%) = 77\,739$  tis. Kč

### Hodnota 2. fáze DCF entity

Hodnota 2. fáze je již jen diskontovaná pokračující hodnota vypočtená dle Gordonova vzorce.

Hodnota 2. fáze = Pokračující hodnota roku 2010 / WACC<sup>4</sup>

a tedy

Hodnota 2. fáze =  $77\,739 / (1 + 8,6\%)^4 = 55\,888$  tis. Kč

### 8.1.5 Určení výsledné hodnoty podniku

Postup výpočtu hodnoty vlastního kapitálu společnosti KROMEXIM Products spol. s r.o. je uveden v následující tabulce. Sečtením 1. a 2. fáze hodnoty podniku získám provozní hodnotu podniku brutto (viz kapitola 3.2. Hodnota podniku). Snížením brutto hodnoty o úročený cizí kapitál dostanu provozní hodnotu netto. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 31.12.2006 je již součet provozní hodnoty netto a neprovozního majetku k datu ocenění (poskytnutá půjčka).

<b>Pokračující hodnota</b>	<b>77 739</b> tis. Kč
Současná hodnota 1. fáze	2 985 tis. Kč
+ Současná hodnota 2. fáze	55 888 tis. Kč
<b>= Provozní hodnota brutto</b>	<b>58 873</b> tis. Kč
- Úročený cizí kapitál k datu ocenění	13 479 tis. Kč
<b>= Provozní hodnota netto</b>	<b>45 394</b> tis. Kč
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	17 277 tis. Kč
<b>= Výsledná hodnota vlastního kapitálu v k 31.12.2006</b>	<b>62 671</b> tis. Kč

Tabulka č. 21: Výpočet diskontovaného FCFF

Tržní hodnota vlastního kapitálu vypočtená podle metody Diskontovaných peněžních toků – entity ke dni 31.12.2006 dosahuje hodnoty 62 671 tis. Kč. Výsledná hodnota je

ovlivněna zejména předpokládanými úsporami při nákupu materiálu (úspora 7 % z obchodních cen při nákupu přes mateřskou společnost), předpokládaným zvýšením zisku při přeskočení jednoho či více odběratelských řetězců a předpokládanou návratností investic prováděných v letech 2007 – 2010.

Účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti k 31.12.2008 vykázaná v rozvaze je 24 083 tis. Kč.

Je tedy zřejmé, že tržní hodnota a hodnota účetní jsou diametrálně odlišné. Není možné na základě účetní hodnoty vlastního kapitálu společnosti určit její tržní hodnotu.

Hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti je asi 2,6x vyšší, než hodnota účetní. Kdyby se majitelé rozhodli podnik prodat mohli by za něj teoreticky požadovat částku 62,67 mil. Kč. Ovšem vždy záleží na subjektivní hodnotě daného prodávajícího a kupujícího (viz kapitola 3.3 Přístupy k oceňování podniku). Vypočtená hodnota slouží jako podklad pro další strategické rozhodování o budoucnosti podniku.

## 9. Závěr

V první části předložené práce jsem se snažila přehledně popsat problematiku oceňování podniků z teoretického hlediska. Na základě definice podniku a hodnoty podniku jsem dále navázala na metody používané pro oceňování podniků. Používané metody se v první řadě dělí podle způsobu určování hodnoty podniku na výnosové metody, metody majetkové a metody tržní. Poněvadž v praktické části, kde oceňuji již konkrétní podnik, užívám metody výnosové, další část teoretické práce detailněji popisuje pouze tuto metodu.

Výnosová metoda Diskontovaných peněžních toků je nejpoužívanější a odborníky doporučovaná metoda pro určení tržní hodnoty podniku, a proto jsem ji pro ocenění konkrétního podniku použila.

Cílem praktické části bylo určit tržní hodnotu firmy KROMEXIM Products spol. s r.o. Základem pro ocenění považuji provedenou strategickou a finanční analýzu společnosti, které měly za úkol zjistit její výnosový potenciál. Z těchto analýz vyplývá, že společnost má jisté finanční potíže, je však kvalitním výrobcem a významným producentem rozváděčových skříní na Českém trhu. V současné době prochází podnik výraznými změnami, jak v oblasti investic, tak i v oblasti obchodních strategií. Výsledkem těchto změn by měla být silná společnost se špičkovou technikou a efektivním obchodem.

Na základě dosavadního a předpokládaného vývoje jsem sestavila finanční plán společnosti na léta 2007 – 2010, který byl klíčovým faktorem pro následné ocenění pomocí metody DCF entity. Dalším neméně významným faktorem bylo určení tempa růstu volného cash flow pro pokračující hodnotu, který zohledňuje nejen předpokládaný vývoj samotné společnosti, ale i vývoj odvětví a samozřejmě i předpokládaný makroekonomický vývoj celé České republiky.

Výsledná tržní hodnota podniku dle výpočtu DCF entity nakonec dosáhla 62,67 mil. Kč.

Jelikož metoda diskontovaných peněžních toků pracuje s plánovanými toky, je tedy nakonec na samotném vedení společnosti, jak se bude v budoucnu vyvíjet. Změní-li se předpoklady, kterých bylo použito pro výše uvedené ocenění, změní se i celková hodnota podniku.

Pevně věřím, že se mi povedlo naplnit cíl mé práce, a doufám, že tato práce bude přínosem pro oceňovaný podnik KROMEXIM Products spol. s r.o.

Zbývá mi jen popřát KROMEXIM Products spol. s r.o., aby se jejich plány splnily a dosáhly přinejmenším takových výsledků, které zajistí stabilní a dlouhodobý růst podniku.

## Seznam použitých zdrojů

### a) Monografické publikace

- 1) BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
- 2) DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- 3) KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- 4) LANDA, M. *Finanční plánování a likvidita*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 180 s. ISBN 978-80-251-1492-6.
- 5) MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- 6) PREDNÁ, M. *Analýza různých koncepcí oceňování podniku*. Brno: Masarykova univerzita v Brně, Ekonomicko-správní fakulta, 2006. 102 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Petr Suchánek, Ph. D.
- 7) REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management (1. díl)*. 3. aktual. a rozš. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005. 125 s. ISBN 80-214-3035-4.
- 8) REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management (2. díl)*. 3. aktual. a rozš. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005. 119 s. ISBN 80-214-3036-2.
- 9) SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza*. 2. dopl. vyd. Praha: Computer Press, 2001. 70. s. ISBN 80-7226-562-8.
- 10) SEDLÁČEK, J. *Účetnictví pro manažery*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2005. 226 s. ISBN 80-247-1195-8.

### b) Internetové zdroje

- 11) [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/) [cit. 12.2.2008, 17.5.2008]
- 12) [http://cs.wikipedia.org/wiki/%C4%8CSN#Seznam\\_t.C5.99.C3.ADd](http://cs.wikipedia.org/wiki/%C4%8CSN#Seznam_t.C5.99.C3.ADd) [cit. 16.5.2008]
- 13) [http://nb.vse.cz/~marik/Pu\\_Metody1\\_2.htm](http://nb.vse.cz/~marik/Pu_Metody1_2.htm). [cit. 6.2. 2008]
- 14) <http://www.ekonomicke-analyzy.cz/zasady.html> cit. [cit. 12.1.2008]
- 15) <http://www.czso.cz/> [cit. 13.1.2008]

- 16) [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/sta\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/sta_cr) [cit. 12.5.2008]
- 17) [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/odvetvova\\_klasifikace\\_ekonomickych\\_cinnost\\_i\\_\(okec\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/odvetvova_klasifikace_ekonomickych_cinnost_i_(okec)) [cit. 12.1.2008]
- 18) <http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/report?sysinf.vypis.CEK=226792&sysinf.vypis.rozsah=aktualni&sysinf.@typ=transformace&sysinf.@strana=report&sysinf.vypis.typ=XHTML&sysinf.vypis.klic=4c5b24868ff2172b821d5f3c8ceb0a63&sysinf.spis.@oddil=C&sysinf.spis.@vlozka=23856&sysinf.spis.@soud=Krajsek%FDm%20soudem%20v%20Brn%EC&sysinf.platnost=12.12.2007>. [cit 12.12.2007]
- 19) <http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/index?sysinf.@typ=sbirka&sysinf.@strana=documentList&vypisListin.@cEkSub=177790>. [cit. 1.5.2008]
- 20) [www.kip.zcu.cz/kursy/SM/SM-fin\\_analyza-VBM.doc](http://www.kip.zcu.cz/kursy/SM/SM-fin_analyza-VBM.doc). [cit 14.5.2008]
- 21) <http://www.kmrack.cz/about.asp> [cit 12.12 2007]
- 22) [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre\\_2007Q4\\_TG01\\_pdf.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2007Q4_TG01_pdf.pdf). [12.12.2008]
- 23) <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#238> [cit. 13.3.2008]

#### **c) Použité právní předpisy**

- 24) Zákon č. 13/1992 Sb., obchodní zákoník (platné znění k 1.1.2008)
- 25) Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů (platné znění k 1.1.2008)

#### **d) Interní materiály KROMEXIM Products spol. s r.o.**

- 26) HOZA, R. KM rack – analýza
- 27) Příloha k výroční zprávě 2004, 2005, 2006
- 28) Příloha účetní závěrky za roky 2002, 2003, 2004, 2005, 2006.
- 29) Zpráva o vztazích mezi propojenými osobami dle 66a zákona 5193/91 Sb. za účetní období 2004, 2005, 2006

## Seznam použitých zkratk a symbolů

ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSN EN	Harmonizovaná evropská norma (11)
DCF	Diskontované cash flow
DM	Dlouhodobý majetek
DO	Doba obratu
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Výsledek hospodaření před úhradu nákladových úroků a daně z příjmů)
EVA	Economic Value Added (Ekonomická přidaná hodnota)
EU	Evropská unie
FCF	Free Cash Flow (Volný peněžní tok)
FCFF	Free Cash Flow to Firm (Volný peněžní tok do firmy)
HDP	Hrubý domácí produkt
IČO	Identifikační číslo organizace
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
UPK	Upravený pracovní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Průměrné vážené náklady kapitálu)

## **Seznam grafů**

Graf č. 1: Struktura vlastní výroby dle podílu na tržbách roku 2007

Graf č. 2: Celkový přehled o rozdělení nákladů podniku v roce 2007

Graf č. 3: Datové rozvaděče – prodej dle významných zákazníků v roce 2007

Graf č. 4: Silové rozvaděče – prodej dle významných zákazníků v roce 2007

Graf č. 5: Vývoj likvidity

Graf č. 6: Vývoj rentabilit

Graf č. 7: Vývoj ČPK

Graf č. 8: Vývoj produktivity práce z přidané hodnoty

Graf č. 9: Spider analýza



## **Seznam tabulek:**

Tabulka č. 1: Likvidita

Tabulka č. 2: Zadluženost

Tabulka č. 3: Rentabilita

Tabulka č. 4: Aktivita

Tabulka č. 5: ČPK

Tabulka č. 6: Ukazatelé dlouhodobé finanční rovnováhy

Tabulka č. 7: Produktivita práce z přidané hodnoty

Tabulka č. 8: Altmanův index, Index IN 01

Tabulka č. 9: Kralickův Quicktest

Tabulka č. 10: Prognóza tržeb

Tabulka č. 11: Plánovaný výkaz zisku a ztráty KROMEXIM Products spol. s r.o.

Tabulka č. 12: Plánovaná rozvaha KROMEXIM Products spol. s r.o.

Tabulka č. 13: Plánované Cash flow KROMEXIM Products spol. r.o.

Tabulka č. 14: Provozně nutný investovaný kapitál

Tabulka č. 15: Výpočet FCFF

Tabulka č. 16: Náklady vlastního kapitálu – stavebnicová metoda

Tabulka č. 17: Náklady cizího kapitálu

Tabulka č. 18: Váhy nákladů kapitálu na celkovém kapitálu

Tabulka č. 19: Výpočet WACC

Tabulka č. 20: Výpočet diskontovaného FCFF

Tabulka č. 21: Výpočet diskontovaného FCFF

## **Seznam příloh:**

Příloha č. 1: Makroekonomická analýza – hlavní makroekonomické ukazatele ČR

Příloha č. 2: Makroekonomická analýza – faktory ovlivňující vývoj odvětví

Příloha č. 3: Finanční analýza odvětví

Příloha č. 4: Faktory pro výpočet finančního plánu – Výkaz zisku a ztráty

Příloha č. 5: Faktory pro výpočet finančního plánu – Plán dlouhodobého majetku a  
odpisů

Příloha č. 6: Faktory pro výpočet finančního plánu – Rozvaha

Příloha č. 7: Ocenění DCF entity – Stavebnicová metoda

Příloha č. 8: Rozvaha let 2002 – 2006

Příloha č. 9: Výkaz zisku a ztráty let 2002 - 2006

## Příloha č. 1

### Makroekonomická analýza -hlavní makroekonomické ukazatele České republiky

(staženo 6.4.2008 z [www.czso.cz](http://www.czso.cz))

Údaje za roky 2008 – 2010 jsou plánované vývoje vytvořené na základě analýz České národní banky a pomocí funkce Forecast v programu Excel.

U k a z a t e l		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Ukazatele reálné ekonomiky</b>										
<a href="#">HDP</a>	mld. Kč, b. c.	2 464,4	2 577,1	2 814,8	2 987,7	3 231,6	3 557,7	3505,5	3663,3	3821,1
<a href="#">HDP</a>	%, r/r, reálně	1,9	3,6	4,5	6,4	6,4	6,5	4,7	4,0	4,6
<a href="#">Výdaje na konečnou spotřebu</a>	%, r/r, reálně	3,5	6,3	0,9	2,3	3,8	4,2	3,5	3,6	3,6
z toho: <a href="#">spotřeba domácností</a>	%, r/r, reálně	2,2	6,0	2,9	2,3	5,4	5,7	2,8	4,3	-
<a href="#">Výdaje na tvorbu hrubého kapitálu</a>	%, r/r, reálně	4,6	-1,4	9,1	-0,4	11,0	9,2	8,1	8,8	9,4
z toho: <a href="#">fixního</a>	%, r/r, reálně	5,1	0,4	3,9	2,3	5,5	6,1	7,8	8,9	-
<a href="#">Vývoz zboží a služeb</a>	%, r/r, reálně	2,1	7,2	20,7	11,8	14,4	14,5	9,7	10,8	13,0
<a href="#">Dovoz zboží a služeb</a>	%, r/r, reálně	5,0	8,0	17,9	5,0	13,8	13,7	10,1	10,9	11,9
<a href="#">Hrubý disponibilní důchod</a>	mld. Kč, b. c.	2 365,1	2 467,8	2 658,5	2 822,4	3 031,9	3 320,2	3285,5	3435,3	3601,5
<a href="#">Souhrnná produktivita práce</a>	%, r/r	1,3	5,0	4,1	5,4	4,4	4,6	5,8	5,8	5,8
<a href="#">Průmysl</a> - tržby	%, r/r, reálně	2,7	5,8	9,9	8,1	11,6	10,0	11,3	12,2	13,0
<a href="#">Stavebnictví</a> -tržby	%, r/r, reálně	-3,5	11,2	4,5	3,7	13,8	4,1	11,3	12,8	14,4
<a href="#">Obecná míra nezaměstnanosti</a>	%, průměr	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	8,5	8,8	9,0
<a href="#">Průměrné hrubé nominální mzdy</a>	%, r/r	7,3	6,6	6,6	5,3	6,4	7,3	4,3	4,6	-
<a href="#">Průměrné reálné mzdy</a>	%, r/r	5,4	6,5	3,7	3,3	3,8	4,4	7,9	7,7	7
<a href="#">Míra inflace</a>	%, r/r, průměr	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	5,5	3	2,8
<b>Měnové ukazatele</b>										
<a href="#">CZK/EUR</a>	průměr	30,81	31,84	31,90	29,78	28,34	27,76	26,41	25,31	24,22
<a href="#">CZK/USD</a>	průměr	32,74	28,23	25,70	23,95	22,61	20,31	16,23	13,45	10,66
<a href="#">7 denní PRIBOR</a>	průměr	3,61	2,30	2,23	1,97	2,18	2,87	3,60	2,83	2,87

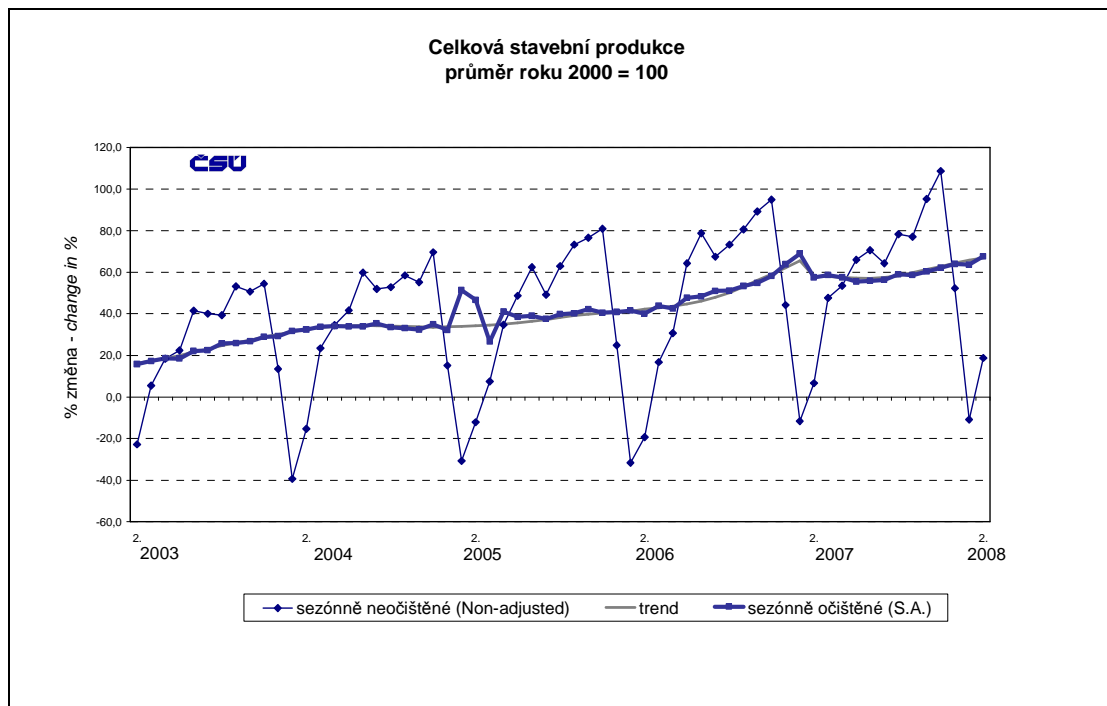
Pozn.: r/r – meziroční změna

## Příloha č. 2

### Mikroekonomická analýza – faktory ovlivňující vývoj odvětví

#### Vývoj stavebnictví v ČR

Graf vývoje stavebnictví v České republice – Zdroj: ČSU, ze dne 12.5.2008



### Příloha č. 3

#### Finanční analýza odvětví

Odvětvové průměry použité pro srovnání jsou ze skupiny DK 31 – Výroba elektrických strojů a zařízení j.n. let 2005 a 2006 (dle číselné klasifikace ekonomických činností OKEČ). Výpočty z roku 2006 jsou použity pro SPIDER analýzu.

<b>LIKVIDITA</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Běžná	1,77	1,65
Pohotová	1,10	1,04
Okamžitá	0,19	0,19

<b>ZADLUŽENOST</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Celková zadluženost	56,00%	52,91%
Úrokové krytí z EBIT	9,67	9,25
Průměrná doba splácení dluhů	4,27	3,82

<b>RENTABILITA</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
ROA z EBIT	8,52%	8,82%
ROA z EAT	12,83%	11,68%
ROS	3,86%	3,31%
Zisková marže tržeb s EBIT	5,83	5,31

<b>AKTIVITA</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Obrat celkových A	1,46	1,66
Obrat stálých A	3,53	3,72
DO zásob	54,05	43,71
DO pohledávek	73,06	61,07
DO závazků	76,87	79,58

## Příloha č. 4

### Faktory pro výpočet finančního plánu - Výkaz zisku a ztráty

#### Tržby získané od propojených osob za jiné činnosti

Tržby získané z činností, které nejsou hlavním předmětem podnikání Kromexim Products spol. s r.o. O tyto částky jsou sníženy tržby pro sestavování finančního plánu.

	2004	2005	2006
<b>Vyloučené tržby (v tis. Kč)</b>	97	143	1 556

#### Vývoj nákladových položek

Vývoj podílu položek výkazu zisku a ztráty na tržbách; roky 2008 – 2010 obsahují kalkulované procento z tržeb použité pro sestavení finančního plánu.

<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Výkonová spotřeba (tis. Kč)</b>	<b>38 900</b>	<b>36 180</b>	<b>40 456</b>	<b>44 923</b>	<b>44 937</b>	<b>39 642</b>	<b>42 931</b>	<b>44 862</b>	<b>47 105</b>
<i>Roční tempo růstu</i>		-6,99%	11,82%	11,04%	0,03%	-11,78%	8,30%	4,50%	5,00%
<b>Podíl na tržbách, z toho:</b>	<b>69,21%</b>	<b>70,54%</b>	<b>69,56%</b>	<b>73,36%</b>	<b>72,71%</b>	<b>66,99%</b>	<b>70,30%</b>	<b>70,30%</b>	<b>70,30%</b>
Spotřeba materiálu a energie	48,36%	52,15%	57,42%	60,58%	57,12%	54,59%	56,90%	56,90%	56,90%
Služby	20,85%	18,39%	12,02%	12,61%	13,81%	12,40%	13,40%	13,40%	13,40%

Položka „Spotřeba materiálu a energie“ je v plánovaném výkazu zisku a ztráty snížena v letech 2008 – 2010 o předpokládanou úsporu z nákupu materiálu, který se neuskutečňuje pomocí Kromexim a.s. Kroměříž. Z důvodu nárůstu inflace jsem snížila vypočtenou hodnotu položky „Spotřeba nákupu a energie“ procentem z tržeb o hodnotu 600 tis. Kč.

Položku „Služby“ vypočtenou procentem z příjmu jsem snížila o 1100 tis. V letech 2008 až 2010 z důvodu zrušení faktoringu.

Nakoupený materiál od Kromexim a.s. Kroměříž. Částky obsahují i 7 % marži.

	2004	2005	2006
<b>Nákup materiálu (v tis. Kč) od matky</b>	29 721	32 621	28 572

Vývoj podílu ostatních položek výkazu zisku a ztráty na tržbách; roky 2008 – 2010 obsahují kalkulované procento z tržeb použité pro sestavení finančního plánu.

Ostatní kalkulované položky	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Osobní náklady, z toho</b>	<b>20,38%</b>	<b>22,62%</b>	<b>20,91%</b>	<b>21,97%</b>	<b>23,82%</b>	<b>25,81%</b>	<b>25,68%</b>	<b>25,68%</b>	<b>25,68%</b>
Mzdové náklady	15,00%	16,58%	15,34%	16,00%	17,20%	18,57%	18,50%	18,50%	18,50%
Nákl. na soc. zabezpečení	5,23%	5,79%	5,36%	5,60%	6,02%	6,50%	6,43%	6,43%	6,43%
Sociální náklady	0,15%	0,24%	0,22%	0,37%	0,60%	0,74%	0,75%	0,75%	0,75%
<b>Daně a poplatky</b>	<b>0,09%</b>	<b>0,11%</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,08%</b>
<b>Ostatní provozní položky</b>	<b>-1,02%</b>	<b>0,79%</b>	<b>-0,52%</b>	<b>0,11%</b>	<b>1,21%</b>	<b>nekalkuluji ve finančním plánu</b>			

## Příloha č. 5

### Faktory pro výpočet finančního plánu - Plán dlouhodobého majetku a odpisů

Údaje jsou uvedeny v tis. Kč. Rok 2007 již obsahuje údaje skutečné, další léta jsou kalkulovaná na základě konzultace s vedením firmy. Výše odpisových sazeb jsem odhadla na základě vývoje z let 2002 – 2007, protože firma zatím přesné údaje o způsobu odpisování nemá.

<b>Položka</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>DNM</b>				
PC	312	1 000	1 000	1 000
odpis	312	250	250	250
oprávky	312	250	500	750
ZC	0	750	500	250
<b>DHM, z toho:</b>				
<b>Stavby</b>				
PC	22 281	22 781	23 581	23 581
odpis	763	775	802	802
oprávky	6 549	7 324	8 126	8 928
ZC	15 732	15 457	15 455	14 653
<b>Stroje</b>				
PC	5 608			
odpis	130	191	403	504
oprávky	5 236	5 427	4 836	4 940
ZC	372			
<b>Dopravní prostředky</b>				
PC	851	851	1 251	400
odpis	155	155	190	90
oprávky	529	684	874	113
ZC	322	167	377	287
<b>Odpisy celkem</b>	<b>1 047</b>	<b>1 371</b>	<b>1 645</b>	<b>1 646</b>



## Příloha č. 6

### Faktory pro výpočet finančního plánu - Rozvaha

Vývoj podílu na tržbách vybraných položek rozvahy; roky 2008 – 2010 obsahují kalkulované procento z tržeb pro výpočet finančního plánu.

<b>Položka</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Zásoby, z toho</b>	<b>6,34%</b>	<b>8,46%</b>	<b>4,19%</b>	<b>4,53%</b>	<b>5,96%</b>	<b>5,38%</b>	<b>5,22%</b>	<b>5,19%</b>	<b>5,16%</b>
Nedokončená výroba	3,36%	5,65%	1,50%	1,58%	1,61%	3,43%	1,80%	1,80%	1,80%
Výrobky	2,97%	2,81%	2,68%	2,92%	4,33%	3,48%	3,40%	3,40%	3,40%
<b>Pohledávky z obchodních vztahů</b>	<b>26,99%</b>	<b>33,00%</b>	<b>31,56%</b>	<b>33,57%</b>	<b>22,14%</b>	<b>38,57%</b>	<b>35,00%</b>	<b>35,00%</b>	<b>35,00%</b>
<b>Závazky z obchodních vztahů</b>	<b>8,45%</b>	<b>10,80%</b>	<b>9,51%</b>	<b>9,40%</b>	<b>6,94%</b>	<b>15,07%</b>	<b>7,90%</b>	<b>7,90%</b>	<b>7,90%</b>
<b>Závazky ze soc. zabezpečení</b>	<b>0,51%</b>	<b>0,58%</b>	<b>0,80%</b>	<b>0,55%</b>	<b>0,65%</b>	<b>0,60%</b>	<b>0,66%</b>	<b>0,66%</b>	<b>0,66%</b>
<b>Krátkodobé přijaté zálohy</b>	<b>18,78%</b>	<b>21,78%</b>	<b>16,86%</b>	<b>17,54%</b>	<b>12,57%</b>	<b>0,00%</b>	<b>15,00%</b>	<b>15,00%</b>	<b>15,00%</b>

## Příloha č. 7

### Ocenění DCF entity – Stavebnicová metoda

Bezriziková výnosová míra $r_f$ :	4,2 %
Maximální náklady na vlastní kapitál:	30 %
$a = (\text{Max. náklady na vlastní kapitál} / r_f)^{1/4}$	1,635

	Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet x Váha
<b>Obchodní riziko</b>	25	1	25
I. Riziko oboru	4	1	4
II. Rizika trhu	3	1	3
III. Rizika konkurence	7	1	7
IV. Management	3	1	3
V. Výrobní proces	4	1	4
VI. Specifické faktory	4	1	4
<b>Finanční riziko</b>	6	1,3	7,8
<b>Počet kritérií</b>	<b>31</b>		<b>32,8</b>

X - stupeň rizika	$A^x$	$z (=a^x-1)$	RP pro 1 faktor (= $z \cdot r_f/n$ )
1 nízké	1,634812656	0,634812656	0,081%
2 přiměřené	2,672612419	1,672612419	0,214%
3 zvýšené	4,369220606	3,369220606	0,431%
4 vysoké	7,142857143	6,142857143	0,787%

#### a) Obchodní riziko

##### I. RIZIKA NA ÚROVNI OBORU

###### 1. Dynamika oboru

- a) stabilní obor, větší změny se nepředpokládají
- b) dlouhodobě mírně rostoucí obor
- c) obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj
- d) velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy

**RIZIKO**

nízké

**přiměřené**

zvýšené

vysoké

###### 2. Závislost oboru na hospodářském cyklu

- a) nezávislost na hospodářském cyklu
- b) mírná závislost na hospodářském cyklu

**nízké**

**přiměřené**

- c) značná závislost na h.c. zvýšené  
d) typicky cyklické produkce vysoké

### 3. Potenciál inovací v oboru

- a) standardní obor s minimem technologických změn nízké  
b) standardní obor s mírnými technologickými změnami **přiměřené**  
c) obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací zvýšené  
d) obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi vysoké

### 4. Určování trendů v oboru

- a) podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru nízké  
b) podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru **přiměřené**  
c) podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru zvýšené  
d) podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru vysoké

I. Rizika oboru	RP (= z . r <sub>i</sub> /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,081%	1	1	1	0,081%
Přiměřené	0,214%	3	1	3	0,643%
Zvýšené	0,431%		1	0	0,000%
Vysoké	0,787%		1	0	0,000%
<b>Součet</b>		<b>4</b>	<b>X</b>	<b>4</b>	<b>0,724%</b>

## II. RIZIKA NA ÚROVNI TRHU, KDE JE PODNIK ČINNÝ

### 1. Kapacita trhu, možnost expanze

- a) domácí trh nenasycen, dominantní podíl, minimální vývoz nízké  
b) domácí trh nenasycen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty, minimální vývoz **přiměřené**  
c) domácí trh nasycen zvýšené  
d) domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů vysoké

## 2. Rizika dosažení tržeb

- a) prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb **nízké**
- b) prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb **přiměřené**
- c) nová společnost, bez historie tržeb, zmírněný nárůst tržeb **zvýšené**
- d) domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů **vysoké**

## 3. Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy

- a) zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy **nízké**
- b) zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy **přiměřené**
- c) nové výrobky, stávající trhy **zvýšené**
- d) nové výrobky, nové trhy **vysoké**

II. Rizika trhu	RP (= $z \cdot r_i/n$ )	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,081%	2	1	2	0,163%
Přiměřené	0,214%	1	1	1	0,214%
Zvýšené	0,431%		1	0	0,000%
Vysoké	0,787%		1	0	0,000%
<b>Součet</b>		<b>3</b>	<b>X</b>	<b>3</b>	<b>0,377%</b>

## III. RIZIKA KONKURENCE

### 1. Konkurence

- a) tržní mezera, konkurence nepůsobí **nízké**
- b) nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu **přiměřené**
- c) obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty **zvýšené**
- d) zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence **vysoké**

### 2. Konkurenceschopnost produktů

- a) parametry a životnost – srovnatelné se špičkovou konkurencí **nízké**
- b) parametry a životnost – srovnatelné s lepší konkurencí **přiměřené**
- c) parametry a životnost – srovnatelné s průměrnou konkurencí **zvýšené**

d) parametry a životnost – nižší než průměrná konkurence vysoké

### 3. Ceny

- a) ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev nízké
- b) ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence přiměřené
- c) ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku **zvýšené**
- d) ceny vyšší než konkurence, minimální marže zisku vysoké

### 4. Kvalita, řízení kvality

- a) lepší než konkurence nízké
- b) srovnatelné s konkurencí přiměřené
- c) mírně nižší než konkurence zvýšené
- d) výrazně zaostává za konkurencí, časté reklamace vysoké

### 5. Výzkum a vývoj

- a) vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí nízké
- b) vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konkurenčních výrobků **přiměřené**
- c) kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci zvýšené
- d) absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky vysoké

### 6. Reklama a propagace

- a) pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoké nízké
- b) pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví, účinnost obvyklá přiměřené
- c) nepravidelně, sporný přínos **zvýšené**
- d) nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos vysoké

## 7. Distribuce, servis

- a) vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky nízké
- b) vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky  
zákazníkům **přiměřené**
- c) neúplná distribuční síť zvýšené
- d) nedostatečná distribuční síť, bez zpětné vazby vysoké

III. Rizika konkurence	RP (= z . r <sub>i</sub> /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,081%	2	1	2	0,163%
Přiměřené	0,214%	2	1	2	0,428%
Zvýšené	0,431%	3	1	3	1,294%
Vysoké	0,787%		1	0	0,000%
<b>Součet</b>		<b>7</b>	<b>X</b>	<b>7</b>	<b>1,885%</b>

## IV. MANAGEMENT

### 1. Vize, strategie

- a) jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení nízké
- b) změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů  
společnosti **přiměřené**
- c) strategie společnosti se postupně vytváří zvýšené
- d) neurčitá strategie, převažuje improvizace vysoké

### 2. Klíčové osobnosti

- a) zastupitelnost klíčových osobností nízké
- b) dostupná přiměřená náhrada přiměřené
- c) obtížná náhrada klíčových osobností **zvýšené**
- d) vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných  
osobnostech vysoké

### 3. Organizační struktura

- a) jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží **nízké**
- b) jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže přiměřené
- c) složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení zvýšené

d) komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura

vysoké

IV. Management	RP (= z . r <sub>i</sub> /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,081%	1	1	1	0,081%
Přiměřené	0,214%	1	1	1	0,214%
Zvýšené	0,431%	1	1	1	0,431%
Vysoké	0,787%		1	0	0,000%
<b>Součet</b>		<b>3</b>	<b>X</b>	<b>3</b>	<b>0,727%</b>

## V. VÝROBNÍ PROCES

### 1. Struktura výrobků

#### Hodnocení pouze z pohledu výrobních rizik

- a) vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakované prodeje,  
minimální technické změny nízké
- b) vlastní výrobky, četné modifikace **přiměřené**
- c) zakázková výroba, opakované stabilní požadavky dle dodané dokumentace zvýšené
- d) nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků vysoké

### 2. Technologické možnosti výroby

- a) postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky nízké
- b) vyzkoušená technologie, stávající výrobky, nutné rozšíření nebo rekonstrukce stávajícího zařízení **přiměřené**
- c) stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení zvýšené
- d) komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky vysoké

### 3. Pracovní síla

- a) běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci nízké
- b) dostupné profese **přiměřené**
- c) vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvality zvýšené

d) převaha vysoce specializovaných profesí vysoké

#### 4. Dodavatelé

- a) stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží nízké
- b) stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy **přiměřené**
- c) částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky zvýšené
- d) značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami vysoké

V. Výrobní proces	RP (= $z \cdot r_f/n$ )	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,081%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,214%	4	1	4	0,857%
Zvýšené	0,431%		1	0	0,000%
Vysoké	0,787%		1	0	0,000%
<b>Součet</b>		<b>4</b>	<b>X</b>	<b>4</b>	<b>0,857%</b>

## VI. OSTATNÍ FAKTORY PROVOZNÍCH ZISKOVÝCH MARŽÍ (PŘIDANÉ HODNOTY)

### 1. Úroveň fixních nákladů (lze nahradit podíl fixních aktiv na celkových aktivech)

- a) podíl fixních nákladů na celkových nákladech je malý nízké
- b) podíl fixních nákladů je okolo průměru **přiměřené**
- c) podíl fixních nákladů je vysoký zvýšené
- d) podíl fixních nákladů je velmi vysoký vysoké

### 2. Postavení podniku vůči odběratelům

- a) velmi silné – větší počet malých odběratelů nízké
- b) silné – větší počet odběratelů, několik větších odběratelů přiměřené
- c) slabší – rozhodující váhu má několik velkých odběratelů **zvýšené**
- d) slabé – závislost na 1 až 2 silných odběratelích vysoké

### 3. Postavení podniků vůči dodavatelům

- a) velmi silné – větší počet malých dodavatelů nízké



- b) silné – větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů  
s nepřevažujícím podílem přiměřené
- c) slabší – rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů zvýšené
- d) slabé – závislost na 1 až 2 silných dodavatelích **vyšoké**

#### 4) Bariéry vstupu do odvětví

- a) velmi silné nízké
- b) silné **přiměřené**
- d) překonatelné zvýšené
- e) slabé vyšoké

VI. Ostatní faktory	RP (= z . r <sub>f</sub> /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,081%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,214%	2	1	2	0,428%
Zvýšené	0,431%	1	1	1	0,431%
Vysoké	0,787%	1	1	1	0,787%
<b>Součet</b>		<b>4</b>	<b>X</b>	<b>4</b>	<b>1,646%</b>

#### b) Finanční riziko

##### 1. Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál

- a) nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita nízké
- b) přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem přiměřené
- c) cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál **zvýšené**
- d) cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál vyšoké

##### 2. Krytí úroků (EBIT / placené úroky)

- a) dosahuje hodnotu 4,5 a více nízké
- b) dosahuje hodnotu 2,18 až 4,49 přiměřené
- c) dosahuje hodnotu 1,57 až 2,17 **zvýšené**
- d) je nižší než 1,57 vyšoké

### 3. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech

- a) pracovní kapitál kryje i část přechodné výše oběžných aktiv nízké  
b) pracovní kapitál kryje stálou výši oběžných aktiv **přiměřené**  
c) pracovní kapitál nekryje stálou výši oběžných aktiv zvýšené  
d) pracovní kapitál je nulový nebo dokonce záporný vysoké

### 4. Běžná a okamžitá likvidita

- a) vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky nízké  
b) vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách přeměřené  
c) obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech zvýšené  
d) nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků **vysoké**

### 5. Průměrná doba inkasa pohledávek

- a) odpovídá době splatnosti faktur nízké  
b) přiměřeně převyšuje splatnost faktur přiměřené  
c) značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek **zvýšené**  
d) vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek vysoké

### 6. Průměrná doba držení zásob

- a) odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám **nízké**  
b) přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení přiměřené  
c) zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby zvýšené  
d) vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob vysoké

Rizika oboru	RP (= z $r_i/n$ )	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,081%	1	1,3	1,3	0,106%
Přiměřené	0,214%	1	1,3	1,3	0,278%
Zvýšené	0,431%	3	1,3	3,9	1,683%
Vysoké	0,787%	1	1,3	1,3	1,023%
<b>Součet</b>		<b>6</b>	<b>X</b>	<b>7,8</b>	<b>3,089%</b>

## Náklady vlastního kapitálu

<b>Bezriziková výnosová míra</b>		<b>4,2%</b>
I. Rizika oboru	0,72%	
II. Rizika trhu	0,38%	
III. Rizika z konkurence	1,89%	
IV. Management	0,73%	
V. Výrobní proces	0,86%	
VI. Specifické faktory	1,65%	
Obchodní riziko		6,22%
Finanční riziko		3,09%
<b>Riziková prémie celkem</b>		<b>9,30%</b>
Prémie za nižší likviditu		1,50%
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>		<b>10,80%</b>

## Příloha č. 8

### Rozvaha let 2002 - 2006

Ozn.	Aktiva	řádek č.	2006	2005	2004	2003	2002
	<b>AKTIVA CELKEM (ř. 02+03+31+63)=ř 67</b>	<b>001</b>	<b>55 476</b>	<b>44 564</b>	<b>43 578</b>	<b>43 601</b>	<b>42 258</b>
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002					
<b>B.</b>	<b>DM (ř. 04+13+23)</b>	<b>003</b>	<b>19 269</b>	<b>19 123</b>	<b>19 564</b>	<b>20 815</b>	<b>23 174</b>
<b>B.I.</b>	<b>DNM (ř. 05 až 12)</b>	<b>004</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>43</b>
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005	0	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006	0	0	0	0	0
3.	Software	007	0	0	0	3	43
4.	Ocenitelná práva	008	0	0	0	0	0
5.	Goodwill (+/-)	009	0	0	0	0	0
6.	Jiný DNM	010	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený DNM	011	0	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na DNM	012	0	0	0	0	0
<b>B.II.</b>	<b>DHM (ř. 14 až 22)</b>	<b>013</b>	<b>19 269</b>	<b>19 123</b>	<b>19 564</b>	<b>20 812</b>	<b>23 131</b>
B.II.1.	Pozemky	014	1 121	1 121	1 121	1 121	1 121
2.	Stavby	015	16 495	16 891	17 599	18 778	19 124
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	993	991	674	775	2 728
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	017	0	0	0	0	0
5.	Základní stádo a tažná zvířata	018	0	0	0	0	0
6.	Jiný DHM	019	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený DHM	020	660	120	170	138	158
8.	Poskytnuté zálohy na DHM	021	0	0	0	0	0
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku (+/-)	022	0	0	0	0	0
<b>B.III.</b>	<b>DFM (ř. 24 až 30)</b>	<b>023</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	0	0	0	0	0
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025	0	0	0	0	0
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026	0	0	0	0	0
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osobní, podstatný vliv	027	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028	0	0	0	0	0
6.	Požizovaný DFM	029	0	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na DFM	030	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>OA (ř. 32+39+48+58)</b>	<b>031</b>	<b>35 003</b>	<b>24 403</b>	<b>22 965</b>	<b>22 623</b>	<b>19 049</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>032</b>	<b>3 684</b>	<b>2 771</b>	<b>2 438</b>	<b>4 338</b>	<b>3 564</b>
C.I.1.	Materiál	033	7	8	4	2	3
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	994	969	873	2 897	1 890
3.	Výrobky	035	2 678	1 791	1 558	1 439	1 671
4.	Zvířata	036	0	0	0	0	0
5.	Zboží	037	5	3	3	0	0
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	0	0	0	0	0
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)</b>	<b>039</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	041	0	0	0	0	0

3.	Pohledávky - podstatný vliv	042	0	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	0	0	0	0	0
6.	Dohadné účty aktivní	045	0	0	0	0	0
7.	Jiné pohledávky	046	0	0	0	0	0
8.	Odložená daňová pohledávka	047	0	0	0	0	0
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)</b>	<b>048</b>	<b>31 161</b>	<b>20 593</b>	<b>18 582</b>	<b>18 194</b>	<b>15 172</b>
C.III.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	13 683	20 554	18 359	16 924	15 172
1.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	050	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky - podstatný vliv	051	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052	0	0	0	0	0
4.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053	0	0	0	0	0
5.	Stát - daňové pohledávky	054	176	0	0	0	0
6.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	25	39	223	1 270	0
7.	Dohadné účty aktivní	056		0	0	0	0
8.	Jiné pohledávky	057	17 277	0	0	0	0
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 69)</b>	<b>058</b>	<b>158</b>	<b>1 039</b>	<b>1 945</b>	<b>91</b>	<b>313</b>
C.IV.	Peníze	059	63	228	82	26	14
1.	Účty v bankách	060	95	811	1 863	65	299
2.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061	0	0	0	0	0
3.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	062	0	0	0	0	0
4.							
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení (ř. 64 až 66)</b>	<b>063</b>	<b>1 204</b>	<b>1 038</b>	<b>1 049</b>	<b>163</b>	<b>35</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	064	1 202	1 038	1 043	163	35
1.	Komplexní náklady příštích období	065	0	0	0	0	0
2.	Příjmy příštích období	066	2	0	6	0	0
3.			0	0	0	0	0
	<b>PASIVA CELKEM (ř. 68+85+118)=ř 101</b>	<b>067</b>	<b>55 476</b>	<b>44 564</b>	<b>43 578</b>	<b>43 601</b>	<b>42 258</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál (ř 69+73+78+81+84)</b>	<b>068</b>	<b>24 083</b>	<b>24 487</b>	<b>23 803</b>	<b>23 503</b>	<b>23 042</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál (ř. 70 až 72)</b>	<b>069</b>	<b>30 899</b>	<b>30 899</b>	<b>30 899</b>	<b>30 899</b>	<b>30 899</b>
A.I.1.	Základní kapitál	070	30 899	30 899	30 899	30 899	30 899
A.I.2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	071	0	0	0	0	0
3	Změny základního kapitálu (+/-)	072	0	0	0	0	0
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy (ř 74 až 77)</b>	<b>073</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
A.II.1	Emisní ážio	074	0	0	0	0	0
2.	Ostatní kapitálové fondy	075	0	0	0	0	0
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	076	0	0	0	0	0
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách (+/-)	077	0	0	0	0	0
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 79+80)</b>	<b>078</b>	<b>325</b>	<b>291</b>	<b>285</b>	<b>249</b>	<b>209</b>
A.III.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	079	250	214	199	175	155
1.	Statutární a ostatní fondy	080	75	77	86	74	54
2.							
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let (ř. 82+83)</b>	<b>081</b>	<b>-6 769</b>	<b>-7 416</b>	<b>-7 699</b>	<b>-8 116</b>	<b>-8 472</b>
A.IV.	Nerozdělený zisk minulých let	082					
1.	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	083	-6 769	-7 416	-7 699	-8 116	-8 472
2.							
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (ř. 01-69-73-78-81-85-118) = ř. 60 výkazu zisku a ztráty</b>	<b>084</b>	<b>-372</b>	<b>713</b>	<b>318</b>	<b>471</b>	<b>406</b>

<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje (ř. 86+91+102+114)</b>	<b>085</b>	<b>31 184</b>	<b>19 773</b>	<b>19 562</b>	<b>19 918</b>	<b>18 902</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy (ř. 87 až 90)</b>	<b>086</b>	<b>2 802</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	087	2 802	0	0	0	0
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	088	0	0	0	0	0
3.	Rezerva na daň z příjmů	089	0	0	0	0	0
4.	Ostatní rezervy	090	0	0	0	0	0
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky (ř. 92 až 101)</b>	<b>091</b>	<b>2 337</b>	<b>2 418</b>	<b>2 707</b>	<b>2 785</b>	<b>2 818</b>
B.II.1	Závazky z obchodních vztahů	092	0	0	0	0	0
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	093	0	0	0	0	0
3.	Závazky - podstatný vliv	094	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	095	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	096	0	0	0	0	0
6.	Vydané dluhopisy	097	0	0	0	0	0
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	098	0	0	0	0	0
8.	Dohadné účty pasivní	099	0	0	0	0	0
9.	Jiné závazky	100	0	0	0	0	0
10.	Odložený daňový závazek	101	2 337	2 418	2 707	2 785	2 818
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky (ř. 103 až 113)</b>	<b>102</b>	<b>23 816</b>	<b>17 355</b>	<b>16 855</b>	<b>17 133</b>	<b>16 084</b>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	4 292	5 759	5 534	5 539	4 747
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	104	0	0	0	0	0
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	105	0	0	0	0	0
4.	Závazky - podstatný vliv	106	0	0	0	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	107	0	0	0	0	0
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	108	403	339	466	298	285
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	102	517	1 047	127	484
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	7 769	10 740	9 808	11 169	10 558
9.	Vydané dluhopisy	111	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	112	0	0	0	0	10
11.	Jiné závazky	113	11 250	0	0	0	0
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 115 až 117)</b>	<b>114</b>	<b>2 229</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115		0	0	0	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116	2 229	0	0	0	0
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	117		0	0	0	0
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení (ř. 119+120)</b>	<b>118</b>	<b>209</b>	<b>304</b>	<b>213</b>	<b>180</b>	<b>314</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	119	209	304	213	180	305
2.	Výnosy příštích období	120	0	0	0	0	9

## Příloha č. 9

### Výkaz zisku a ztráty let 2002 - 2006

Ozn.	Položka (tis. Kč)	č.ř.	2006	2005	2004	2003	2002
I.	Tržby za prodej zboží	01	5	0	4	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	4	0	3	0	0
<b>+</b>	<b>Obchodní marže (ř. 01-02)</b>	<b>03</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
II.	Výkony (ř. 05 až 07)	04	64 229	61 633	56 353	52 034	55 928
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	63 353	61 377	58 257	51 292	56 205
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	876	256	-1 904	742	-277
3.	Aktivace	07	0	0	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba (ř. 09+10)	08	44 937	44 923	40 456	36 180	38 900
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	36 190	37 181	33 452	26 749	27 181
B.2.	Služby	10	8 747	7 742	7 004	9 431	11 719
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota (ř. 03+04-08)</b>	<b>11</b>	<b>19 293</b>	<b>16 710</b>	<b>15 898</b>	<b>15 854</b>	<b>17 028</b>
C.	Osobní náklady (ř. 13 až 16)	12	14 719	13 452	12 164	11 600	11 454
C.1.	Mzdové náklady	13	10 628	9 798	8 920	8 506	8 431
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. pojištění	15	3 721	3 428	3 117	2 971	2 940
C.4.	Sociální náklady	16	370	226	127	123	83
D.	Daně a poplatky	17	39	37	46	54	49
E.	Odpisy dlouhodobého nehmot. a hmotného majetku	18	1 089	1 042	1 673	2 805	2 882
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu (ř. 20+21)	19	3 169	235	288	155	318
III.1.	Tržby z prodeje DM	20	2 888	0	1	15	0
2.	Tržby z prodeje materiálu	21	281	235	287	140	
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu (ř. 23+24)	22	2 901	11	0	18	11
F.1.	Zůstatková cena prodaného DM	23	2 899	0	0	18	0
2.	Prodaný materiál	24	2	11	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	25	3 052	-32	14	16	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	71 102	67 602	63 513	61 968	67 485
H.	Ostatní provozní náklady	27	70 352	67 537	63 816	61 563	68 058
V.	Převod provozních výnosů	28	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Převod provozních nákladů</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
VI.	Provozní VH (ř. 11-12-17-18+19-22-(+/-25)+26-27+(-28)-(-29))	30	1 412	2 500	1 986	1 921	2 377
J.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	0	0	0	0	0
VII.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0	0	0	0
	Výnosy z DFM (ř. 34 až 36)	33	0	0	0	0	0
1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34	0	0	0	0	0
2.	Výnosy z ostat. dlouhodobých cenných papírů a podílů	35	0	0	0	0	0
3.	Výnosy z ostatního DFM	36	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	38	0	0	0	0	0

IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	42	11	2	15	2	2
N.	Nákladové úroky	43	713	655	562	608	557
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	32	41	4	1	
O.	Ostatní finanční náklady	45	1 151	1 130	1 055	878	1 039
XII.	Převod finančních výnosů	46	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	47	0	0	0	0	0
*	<b>Finanční VH (ř. 31-32+33+37-38+39-40-(+/-41)+42-43+44-45+(-46)-(-47))</b>	<b>48</b>	<b>-1 821</b>	<b>-1 742</b>	<b>-1 598</b>	<b>-1 483</b>	<b>-1 594</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50+51)	49	-37	45	70	-33	377
Q.1.	-splatná	50	44	334	147		
Q.2.	-odložená	51	-81	-289	-77	-33	377
**	<b>VH za běžnou činnost (ř. 30+48-49)</b>	<b>52</b>	<b>-372</b>	<b>713</b>	<b>318</b>	<b>471</b>	<b>406</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	53	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	54	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56+57)	55	0	0	0	0	0
S.1.	-splatná	56	0	0	0	0	0
S.2.	-odložená	57	0	0	0	0	0
*	<b>Mimořádný VH (ř. 53-54-55)</b>	<b>58</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59	0	0	0	0	0
***	<b>VH za účetní období (+/-) (ř. 52+58-59)</b>	<b>60</b>	<b>-372</b>	<b>713</b>	<b>318</b>	<b>471</b>	<b>406</b>
****	<b>VH před zdaněním (+/-) (ř. 30+48+53-54)</b>	<b>61</b>	<b>409</b>	<b>758</b>	<b>388</b>	<b>0</b>	<b>783</b>