



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUT OF ECONOMICS

OCENĚNÍ AKCIOVÉ SPOLEČNOSTI ZKL BRNO

ZKL BRNO - COMPANY EVALUATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. ZDENĚK ŽÁČEK

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

Doc. Ing. MAREK ZINECKER, Ph.D.

BRNO 2011

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Žáček Zdeněk, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

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

Ocenění akciové společnosti ZKL Brno

v anglickém jazyce:

ZKL Brno - Company Evaluation

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Podle § 60 zákona č. 121/2000 Sb. (autorský zákon) v platném znění, je tato práce "Školním dílem". Využití této práce se řídí právním režimem autorského zákona. Citace povoluje Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně. Podmínkou externího využití této práce je uzavření "Licenční smlouvy" dle autorského zákona.

Seznam odborné literatury:

KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-247-200865-0.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

NÝVLTOVÁ, R., MARINIČ, P. Finanční řízení podniku. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3158-2.

PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN: 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2010/2011.

L.S.

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA
Děkan fakulty

V Brně, dne 23.05.2011

Abstrakt

Diplomová práce je věnována problematice mezioborové disciplíny oceňování podniku. V první části jsou uvedena teoretická východiska z dané oblasti zaměřená na vysvětlení základních pojmů a představení relevantních metod oceňování, které budou použity pro stanovení hodnoty oceňovaného podniku. Praktická část diplomové práce zahrnuje provedení komplexních analýz podniku, zvolení vhodných metod ocenění a stanovení výsledné hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s.

Klíčová slova: finanční analýza, hodnota podniku, strategická analýza, strategické finanční plánování, výnosové metody ocenění

Abstract

This master's thesis is focused on issue of interdisciplinary subject business valuation. At first is given theoretical knowledge which comprehends essential concepts about business valuation as well as explanation of relevant valuation methods which will be used for the very value estimation. In the second part are executed complex analysis of the company, than are chosen appropriate valuation methods and in conclusion is estimated the final value of the company ZKL Brno, a.s.

Key words: company value, financial analysis, income valuation approaches, strategic analysis, strategic financial planning

Bibliografická citace diplomové práce

ŽÁČEK, Z. *Ocenění akciové společnosti ZKL Brno*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská. 2011. 116 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně na základě uvedené literatury a pod vedením vedoucího bakalářské práce. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, a že jsem v práci neporušil autorská práva (ve smyslu zák. č. 121/2000 Sb. o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 23. května 2011

.....

Poděkování

Děkuji panu doc. Ing. Marku Zineckerovi, Ph.D za metodické vedení, odborné rady a cenné připomínky, kterými přispěl k vypracování mé diplomové práce. Dále děkuji panu Ing. Ivo Vytrhlíkovi, technickému řediteli a panu Martinu Černému, ekonomickému řediteli oceňovaného podniku za poskytnutí firemních materiálů, finančních výkazů, cenné konzultace a ochotu, bez níž by vypracování diplomové práce nebylo možné. Děkuji také Ing. Pavlíně Zuchínové za poskytnuté školení v plánovacích a oceňovacích softwarových systémech.

ÚVOD.....	12
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA V OBLASTI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	14
1.1 Definice podniku	15
1.2 Hodnota podniku	15
1.2.1 Objektivizovaná hodnota podniku	16
1.2.2 Subjektivní hodnota podniku	17
1.2.3 Tržní hodnota podniku	18
1.3 Důvody pro ocenění podniku	20
1.4 Faktor času a rizika	20
1.4.1 Faktor času	21
1.4.2 Faktor rizika	21
1.4.3 Diskontní míra	21
1.5 Základní metody pro finanční ocenění podniku	23
1.6 Postup při oceňování podniku	24
1.6.1 Sběr vstupních dat.....	24
1.6.2 Strategická analýza	25
1.6.2.1 SLEPTE analýza a Porterova analýza	27
1.6.2.2 Relevantní trh a jeho prognóza	27
1.6.2.3 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku	28
1.6.2.4 Prognóza tržeb oceňovaného podniku	28
1.6.3 Finanční analýza	28
1.6.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	29
1.6.5 Finanční plán.....	29
1.7 Ocenění na základě analýzy výnosů	30
1.7.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow	30
1.7.1.1 Investovaný kapitál pro metodu DCF	31
1.7.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF.....	31
1.7.1.3 Technika propočtu hodnoty podniku – dvoufázová metoda.....	32
1.7.1.4 Technika propočtu hodnoty podniku – třífázová metoda	32
1.7.1.5 Diskontní míra pro metodu DCF	33
1.7.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	36
1.7.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	37

1.7.4	Souhrnné ocenění.....	39
2	PRAKTICKÁ ČÁST	40
2.1	Charakteristika podniku	40
2.1.1	Historie podniku	40
2.1.2	Oblast činnosti podniku	42
2.1.3	Struktura koncernu ZKL	43
2.1.4	Certifikace.....	43
2.2	Strategická analýza.....	44
2.2.1	SLEPT analýza	44
2.2.1.1	Sociální faktory	44
2.2.1.2	Legislativní a politické faktory	45
2.2.1.3	Ekonomické faktory.....	48
2.2.1.4	Technologické faktory	51
2.2.1.5	Ekologické faktory.....	52
2.2.2	Porterova analýza.....	52
2.2.2.1	Stávající konkurence v odvětví.....	52
2.2.2.2	Vyjednávací síla odběratelů.....	53
2.2.2.3	Vyjednávací síla dodavatelů	54
2.2.2.4	Hrozba vstupu nových firem.....	54
2.2.2.5	Hrozba vstupu nových substitutů.....	55
2.2.3	SWOT analýza.....	55
2.2.4	Relevantní trh a jeho prognóza	57
2.2.4.1	Analýza atraktivity trhu	61
2.2.5	Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku	66
2.2.6	Prognóza tržeb oceňovaného podniku	67
2.2.7	Shrnutí strategické analýzy	68
2.3	Finanční analýza	69
2.3.1	Analýza absolutních ukazatelů	69
2.3.1.1	Analýza rozvahy	69
2.3.1.2	Analýza výkazu zisku a ztráty	72
2.3.2	Analýza hospodářského výsledku.....	74
2.3.3	Analýza rozdílových ukazatelů.....	75

2.3.4	Analýza poměrových ukazatelů	76
2.3.4.1	Ukazatele rentability	76
2.3.4.2	Ukazatele likvidity	77
2.3.4.3	Ukazatele aktivity	78
2.3.4.4	Ukazatele zadluženosti	78
2.3.5	Analýza soustav ukazatelů	79
2.3.5.1	Altmanova analýza	79
2.3.5.2	Index IN 01	80
2.3.6	Zhodnocení výsledků finanční analýzy	80
2.4	Finanční plán	82
2.4.1	Plán výkazu zisku a ztráty	82
2.4.2	Plán rozvahy	85
2.4.3	Finanční analýza plánovaných účetních výkazů	86
2.4.4	Analýza variantních finančních plánů	87
2.5	Stanovení hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s.	88
2.5.1	Volba metody ocenění	88
2.5.2	Diskontní míra pro ocenění	88
2.5.2.1	Náklady na vlastní kapitál	89
2.5.2.2	Náklady na cizí kapitál	96
2.5.2.3	Vážené průměrné náklady kapitálu - WACC	97
2.5.3	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná → korigovaný VH	97
2.5.4	Stanovení hodnoty podniku metodou diskontovaného čistého cash flow	100
2.5.4.1	Metoda DCF entity	100
2.5.4.2	Metoda DCF equity	102
2.5.4.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	104
2.5.5	Syntéza výsledků ocenění společnosti ZKL Brno	106
	ZÁVĚR	108
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	110
	Literatura	110
	Internetové zdroje	111
	Ostatní zdroje	112
	SEZNAM TABULEK, GRAFŮ A OBRÁZKŮ	113

Seznam tabulek	113
Seznam grafů.....	114
Seznam obrázků	115
SEZNAM PŘÍLOH.....	116

Úvod

Oceňování podniku lze v českém prostředí stále považovat za mladou, dynamicky se rozvíjející ekonomickou disciplínu, která syntetizuje znalosti a dovednosti nejen z široké oblasti ekonomie, ale také ostatních společenských věd a oborů. Současní nejuznávanější autoři české odborné literatury zaměřené na oceňování (prof. Ing. Miloš Mařík, CSc.) vycházejí zejména z praxe německých oceňovatelů a standardů německého institutu auditorů (IDW). Vzhledem k jedinečnosti tuzemské ekonomické reality, která se značně odlišuje od západních trhů svojí velikostí a podstatně méně rozvinutým kapitálovým trhem, jsem při zpracování daného tématu vycházel právě z literatury prof. Maříka. Německý trh je tomu českému přece jen bližší než americký. Z toho důvodu jsou poznatky odborníků, kteří vychází z velkých ekonomik a vyspělých kapitálových trhů (Aswath Damodaran, Thomas Copeland apod.) uvažovány pouze pro doplnění. V teoretické části jsou také uvedeny velmi zajímavé a novátorské poznatky z oblasti oceňování, které uvádí ve své knižní publikaci *Oceňování podniku a standardy hodnoty* Tomáš Krabec. Zájemcům o problematiku oceňování tuto knihu vřele doporučuji.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty společnost ZKL Brno, a.s. z pohledu vrcholového managementu podniku. Veškeré přístupy, analýzy i použité metody ocenění však budou protkány úsilím o objektivní hodnocení současného stavu oceňovaného podniku, stejně tak i prognózy vývoje relevantních trhů a předpokládaná hospodářská situace vybrané firmy. Z toho důvodu hodnotím požadovaný výstup diplomové práce jako vymezení subjektivní hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s. s objektivizovanými prvky. Hodnota podniku bude stanovena k rozhodnému dni 1. 1. 2010, protože v době zpracování diplomového projektu nebyly finanční výkazy podniku za rok 2010 kompletní.

První část práce je věnována teoretickým východiskům v oblasti oceňování podniku. Zaměřil jsem se zejména na definici a vysvětlení základních pojmů, s kterými se čtenář v této disciplíně setká. Největší prostor je věnován samotnému postupu ocenění a vysvětlení jednotlivých fází komplexní analýzy potřebné pro správné hodnocení aktuálního stavu vybraného podniku. V závěru teoretické části jsou

vysvětleny jednotlivé metody ocenění podniku, které jsou využity v praktické části diplomového projektu.

V praktické části diplomové práce nejprve charakterizují oceňovaný podnik a na základě získaných teoretických poznatků bude vypracována strategická analýza společnosti ZKL Brno, a.s., která bude zahrnovat analýzu obecného a oborového okolí a analýzu a prognózu relevantního trhu. S ohledem na výstupy strategické analýzy posoudím výnosový potenciál oceňovaného podniku a sestavím prognózu tržeb. Dále bude provedena finanční analýza podniku pro zhodnocení celkové hospodářské situace a finanční stability. Na základě veškerých provedených analýz posoudím pravděpodobný vývoj společnosti ZKL Brno, a.s. v budoucím období. V případě očekávaného pozitivního vývoje sestavím finanční plán podniku pro nejbližších pět let, který se stane výchozím podkladem pro stanovení hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s. pomocí vybraných vhodných metod ocenění.

1 Teoretická východiska v oblasti oceňování podniku

Oceňování podniku je teoretickou a praktickou disciplínou, která staví na poznatcích ekonomické teorie, teorie a praxe podnikových financí a v neposlední řadě na oceňovacích standardech. Oceňování podniku bývá někdy nazýváno „královskou“ ekonomickou disciplínou. Jedná se o činnost, pro jejíž správné provedení je nutná syntetizace znalostí nejen z široké oblasti ekonomie, ale také z oblasti práva, psychologie, sociologie a filozofie. Oceňování podniku je velmi mladou mezioborovou disciplínou, která se v České republice vyvíjí přibližně 20 let. Současná ekonomická situace spojená s častějšími majetkovými transakcemi přináší větší potřebu oceňování resp. ohodnocování.

Oceňování aktiv v České republice se stále nachází ve fázi dynamického vývoje. Důkazem je například vydání knižní publikace *Oceňování podniku a standardy hodnoty* v r. 2009 od Tomáše Krabce, v níž autor upozorňuje zejména na mylnou představu existence dokonalého kapitálového trhu v rámci neoklasické teorie chicagské univerzity, která předpokládá, že ceny akcií zohledňují v reálném čase veškeré relevantní hodnototvorné informace. Jak uvádí E. Kislingerová (2009) „pokud by ve smyslu této teorie byl opravdu trh efektivní, pak by nebylo možné, aby docházelo ke vzniku „bublin“ nebo distorzím hypotečního trhu, kterých jsme svědky v těchto dnech.“ Krabec touto publikací upozorňuje na často obecně přijímaný fakt oceňovatelů, kteří jsou přesvědčeni, že čím složitější model při výpočtu použijí, tím přesnější výsledek získám a také na další problematice oblasti oceňování, na které autor nahlíží novým a originálním způsobem. V teoretické části této práce budou některé jeho myšlenky konfrontovány s vybranými obecně přijímanými zásadami v současném oceňování podniků.

Dle Krabce samotný pojem oceňování, který je běžně užíván v odborné diskuzi zainteresovaných osob, v podstatě neodpovídá dlouhodobě ustálené zahraniční praxi ve vyspělých státech, které jsou v oblasti oceňování daleko před námi. Z pohledu světové praxe je termín oceňování užíván pouze v případě, kdy stanovujeme samotnou cenu ve vztahu k daňovým účelům nebo jiným účelům, dotýkajících se státu. V případě, kdy je odhadována hodnota tržních transakcí soukromoprávní povahy, se užívá pojem ohodnocování. Naproti tomu v České republice je oceňování chápáno jako obecný

zastřešující pojem, který v sobě zahrnuje jak oceňování, tak ohodnocování. Krabec dále uvádí (2009): „Výsledkem procesu oceňování je stanovení určité částky vyjádřené jednou hodnotou (či jako interval hodnot), která je platná pro konkrétní účel, pro nějž se toto ocenění zpracovává, respektive pro nějž ho objednatel ocenění zamýšlí použít.“ [8]

Pro správnou orientaci v oblasti oceňování je důležité definovat terminologický rámec, který zahrnuje pojmy podnik, hodnota podniku a kategorie hodnoty.

1.1 Definice podniku

Nejčastěji užívaná definice podniku je uvedena v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníku v § 5 odst. 1: „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.“ Dle Maříka lze podnik definovat jako jedinečné hromadné a méně likvidní aktivum, které se v čase dynamicky mění a pro které existují velmi málo účinné trhy. Mařík dále uvádí, že pro potřeby oceňování podniku musíme brát v potaz závazky všeho druhu, které k podnikání neodmyslitelně patří, a současně na podnik nahlížet jako na funkční celek, jehož hlavní funkce je zcela zřejmá a je také uvedena v obchodním zákoníku v § 2 odst. 1: „Podnikání se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.“

Z výše uvedeného plyne, že soubor „hmotných i nehmotných složek podnikání“ je podnikem tehdy, když plní svůj základní účel, tedy dosahuje-li zisku. Jako nejvhodnější definici podniku proto lze uvést pojetí podniku v německých oceňovacích zásadách:

„Podnik je účelná kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk.“ (9)

1.2 Hodnota podniku

Při oceňování podniku musíme vždy vycházet z faktu, že objektivní hodnota podniku neexistuje. Hodnota podniku závisí zejména na budoucím užitku, který z držení podniku jeho vlastník očekává. Z praktických důvodů je nutné orientovat se pouze na

užitek, který je možno vyjádřit penězi. Jak vádí Mařík (2003): „Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.“ Je zřejmé, že budoucí příjmy nelze objektivně určit, zvláště s prodlužujícím se časovým horizontem úspěšnost rapidně klesá, ale pouze odhadnout. Proto lze hodnotu podniku označit jako víru v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích. Mařík sumarizuje charakteristiky hodnoty podniku ve třech bodech.

- Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad.
- Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.
- Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Mařík k pojmu hodnota podniku dále uvádí (2003): „Je nutno zdůraznit, že se jedná jen o odborný odhad specialisty, jehož kvalifikace je postavena především na dlouhodobých zkušenostech... Není žádný jedině správný postup, který by nám umožnil – vložíme-li příslušná data – získat správný výsledek. Hodnota podniku není jeho přirozenou a obecně danou vlastností, kterou bychom mohli dovodit z daných charakteristik.“ (9)

Hodnota podniku je tedy vždy vázána účelem ocenění, z kterého vyplývají 3 základní přístupy k oceňování podniku neboli kategorie hodnoty – objektivizovaná hodnota, subjektivní hodnota a tržní hodnota.

1.2.1 Objektivizovaná hodnota podniku

Jak již bylo uvedeno výše, zjištění objektivní hodnoty podniku je čistou utopií, jednoduše proto, že hodnota nemůže být objektivní vlastností podniku, a také proto, že ekonomie není exaktní vědou, která by byla založena na přírodních konstantách s obecnou platností. Nicméně přiblížení se k objektivní hodnotě je velmi lákavé nejen pro odhadce, ale také pro laické uživatele oceňovacích expertíz. I z toho důvodu se při oceňování běžně pracuje s pojmem objektivizovaná hodnota podniku. Podle Maříka by objektivizovaná hodnota měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a jejím cílem je dosažení co největší reprodukovatelnosti ocenění.

Dle německých expertů v oblasti oceňování podniků Matschkeho a Brösela lze základní hypotézu objektivní koncepce oceňování shrnout jako „...představa o odhadu hodnoty podniku, co nejvíce oproštěná od konkrétních osob jako zájemců o ocenění, na základě faktorů, které mohou být realizovány kýmkoliv.“ (8, 9)

1.2.2 Subjektivní hodnota podniku

Hodnota podniku je ve většině případů dána očekávaným užitekem z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího či stávajícího vlastníka. Jak je uvedeno výše, hodnota podniku je závislá na účelu ocenění a současně na subjektu, z jehož hlediska je oceňován. Každý vlastník či kupec má různé individuální preference a cíle, různé finanční prostředky, rozdílné vyjednávací schopnosti apod. Je proto zřejmé, že subjektivních hodnot lze získat právě tolik, kolik bude zájemců o jejich zjištění. [8]

Subjektivní hodnota je definovaná v Mezinárodních oceňovacích standardech č. 2 (IVS 2 Jiná než tržní hodnota jako oceňovací báze) pod názvem Investiční hodnota následovně: „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“ [36]

Mařík dále uvádí dvě základní charakteristiky investiční hodnoty:

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám směrem dolů. V každém případě 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. [9]

V kategorii subjektivní hodnoty lze rozlišit několik typů hodnot, které interpretuje Krabec v návaznosti na Matschkeho a Brösela:

- Hodnota užití – jedná se o hodnotu aktuálního využití aktiva, poukazuje na stupeň uspokojení cíle daného subjektu.
- Hodnota pro rozhodnutí – tato hodnota představuje mezní přijatelný kompromis

pro uskutečnění transakce z pohledu subjektu.

- Argumentační dohoda – jedná se o veličinu, na základě které subjekt zdůvodňuje a obhajuje svoji pozici v rámci transakčního vyjednávání. Vyjednávací strany si tuto hodnotu snaží obhájit a odhalují tak rozdíl mezi vnímanou vlastní hodnotou a hodnotou očekávanou u tržní protistrany.
- Směnná hodnota – je hodnota, která je výsledkem určitého vyjednávání mezi vícero subjekty, v případě, že směnnou hodnotu určí třetí strana, se jedná o arbitrážní hodnotu. Není možné zaměňovat směnnou hodnotu s tržní hodnotou podle Mezinárodních oceňovacích standardů 1 nebo rovnovážnou cenou!
- Normovaná hodnota – je vypočtena pro konkrétního adresáta (uživatele hodnoty) podle určitých norem, které musí být adresát schopen dekodovat a tak interpretovat výsledek. [8]

1.2.3 Tržní hodnota podniku

V případě tržní hodnoty podniku vycházíme z otázky – kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce? Vycházíme tedy z předpokladu, že existuje trh s podniky, jakožto jedinečnými velmi málo likvidními aktivy, a na tomto trhu existuje několik kupujících a prodávajících, tak jsou splněny podmínky pro vznik tržní hodnoty. [9]

Dle mezinárodních oceňovacích standardů IVS 1 je definice tržní hodnoty následující: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ [36] Mařík přidává podrobný komentář vysvětlující jednotlivé pojmy uvedené v definici tržní hodnoty (2003):

- „Odhadnutá částka“ – odpovídá ceně vyjádřené v penězích zaplacené za aktivum při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery. Jedná se o nejlepší rozumně dostupnou cenu pro prodávajícího a nejvýhodnější rozumně dostupnou cenu pro kupujícího.
- „By měl být majetek směněn“ – udává, že hodnota majetku je odhadnutá částka, za kterou trh očekává, že by byla provedena transakce ke dni ocenění po splnění všech ostatních částí definice tržní hodnoty.

- „K datu ocenění“ – představuje podmínku, že stanovená tržní hodnota musí být časově omezena, protože trhy a tržní podmínky se neustále dynamicky mění.
- „Mezi dobrovolným kupujícím“ – znamená, že kupující jedná podle aktuální situace na trhu a tržních očekávání a není nucen kupovat za každou cenu, případně není příliš dychtivý koupě.
- „Dobrovolným prodávajícím“ – znamená, že prodávající jedná podle aktuální situace na trhu a tržních očekávání a není nucen prodat za každou cenu, případně není příliš dychtivý prodeje.
- „Při transakci samostatných a nezávislých partnerů“ – vyjadřuje podmínku, aby jednotlivé strany transakce jednaly nezávisle, tedy nebyly mezi nimi blízké nebo zvláštní vztahy, které by mohly způsobit netypičnost ceny pro trh.
- „Po náležitém marketingu“ – znamená, že majetek by měl být na trhu vystaven takovým způsobem a po takovou dobu, aby mohl být zaznamenán odpovídajícím počtem potenciálních kupujících a aby za něj byla získána nejlepší cena rozumně přicházející v úvahu při splnění definice tržní hodnoty.
- „Ve které by obě strany jednaly informovaně a rozumně“ – udává, že kupující i prodávající musí být přiměřeně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho skutečném a potenciálním využití a o stavu trhu k datu ocenění. Současně se předpokládá, že obě strany jednají rozumně a ve vlastním zájmu usilují o nejlepší cenu vzhledem ke své pozici v transakci.
- „Bez nátlaku“ – předpokládá, že každá strana je motivována k uskutečnění transakce, ale není nucena nebo nepatřičně tlačena do její realizace. (9)

V případě tržní hodnoty je třeba uvést její nutný předpoklad uvedený v Mezinárodních oceňovacích standardech a to „nejlepší možné využití“, které je definováno jako: „Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“ Ocenění založená na trhu vycházejí z dat specifických pro odpovídající trh, oceňovatel musí tyto významná data získat a v případě, že nejsou dostupná, musí uvést do jaké míry je jeho odhad založen na vlastním úsudku. Výchozím bodem je tedy vymezení relevantního trhu oceňovaného aktiva a pochopení způsobu, jakým je tento konkrétní trh uváděn do rovnováhy. [36]

1.3 Důvody pro ocenění podniku

V případě každého ocenění podniku by mělo být uvedeno, z jakého podnětu vzniklo a jakou kategorii a úroveň hodnoty má zájem objednatel ocenění získat. Důvody pro ocenění mohou být velmi různorodé. Například Mařík rozlišuje, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, či nikoliv a v závislosti na situaci uvádí následující důvody pro ocenění (2003):

1. „Ocenění související s vlastnickými změnami, například:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 obchodního zákoníku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 obchodního zákoníku (v tomto případě jde konkrétně o vklad podniku),
- ocenění v souvislosti s fúzí dle § 69a obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společností dle § 69c obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí - § 183a a další obchodního zákoníku.

2. Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, například:

- změna právní formy společnosti dle § 69d obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru (při poskytování úvěru by bylo často žádoucí vycházet nejen z účetního pohledu na majetek a závazky, ale zpracovat i reálné ocenění),
- ocenění v souvislosti se sanací podniku (z hlediska finančního je podnik vhodné sanovat především tehdy, když je likvidační hodnota podniku nižší, než hodnota podniku po sanaci snižena o další nutné kapitálové vklady).“ (9)

1.4 Faktor času a rizika

Hodnota podniku závisí zejména na budoucím užitku, který z držení podniku jeho vlastník očekává. Z toho důvodu jsou faktory rizika a času, vyjádřené především pomocí diskontní míry, základními stavebními kameny oceňování.

1.4.1 Faktor času

Při oceňování podniku pracujeme s budoucími příjmy, pro které určíme jejich současnou hodnotu, nejčastěji tedy budeme pro výpočet užívat odúročitele, zásobitele a současnou hodnotu perpetuity.

$$\text{Současná hodnota jednotlivé částky} = \text{Částka} \cdot \frac{1}{(1+i)^n} \rightarrow \text{Odúročitel}$$

$$\text{Současná hodnota annuity}^1 = \text{Anuitní částka} \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^n} \rightarrow \text{Zásobitel}$$

$$\text{Současná hodnota perpetuity}^2 = \frac{\text{Perpetuitní částka}}{i} \quad (9)$$

Výše uvedené výpočty jsou založeny na složeném úročení, tzn., že úroky získané z peněžních částek budou neustále investovány s původní částkou a tak opět úročeny. V souvislosti s faktorem času je třeba brát v potaz tzv. časovou hodnotu peněz, která nám udává, že příjem získaný dříve má větší význam než příjem získaný později. Proto musíme nejprve veškeré budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, a tak zjistit jejich současnou hodnotu, teprve poté lze takto získané hodnoty sečíst.

1.4.2 Faktor rizika

Faktor rizika představuje variabilitu možných výsledků nebo nejistotu jejich dosažení. V případě, že očekávané příjmy jsou poměrně jisté, hodnota aktiv bude mít vyšší hodnotu, než v případě příjmů zatížených vyšší mírou rizika a tudíž nižší pravděpodobností jejich získání.

1.4.3 Diskontní míra

Diskontní míra, v německé literatuře nazývána kalkulační úroková míra, je nástroj, pomocí kterého se promítá faktor času a faktor rizika do hodnoty podniku. Kalkulační úroková míra je tedy míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat. Abychom dokázali spočítat současnou hodnotu budoucích peněžních toků, musíme určit

¹ annuita = řada stejně velkých pravidelných plateb

² perpetuita = nekonečná annuita

úrokové procento, které odvozujeme právě od kalkulované výnosnosti přiměřené riziku (diskontní míry).

Diskontní míra a metody pro její kalkulaci by měly záviset na kategorii hodnoty, kterou chceme získat a také na typu potenciálního investora, který je objednatelem ocenění. V případě kategorii hodnoty uvádí Mařík tři přístupy pro kalkulaci diskontní míry (2003):

1. „Pro tržní hodnotu je třeba kalkulaci opřít o tržní data a tomu odpovídající metody.
2. Při investiční hodnotě budeme primárně vycházet z konkrétní situace daného investora, především pak z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu. Měl by ji určit klient po poradě s oceňovatelem.
3. Pro objektivizované ocenění je třeba mít takový odhad diskontní míry, který bude co nejvíce podložen běžně dostupnými daty, nebo bude vycházet z obecně přijímaných uzancí. Obvykle se doporučuje vycházet z tržní úrokové míry chápané jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů a rizikové přírážky, která se opírá o uzance, třídy rizika a expertní názor oceňovatele.“

Nejčastěji užíváme diskontní míru pro tržní hodnotu, pro její výpočet existují dva základní možné postupy:

1. Metoda CAPM – metoda oceňování kapitálových aktiv – v tomto případě odvozujeme diskontní míru z kapitálového trhu, respektive z výnosnosti akcií a obligací obchodovaných na kapitálovém trhu. Jedná se o nejčastěji užívanou metodu i přes to, že pro podmínky české ekonomiky má mnoho nedostatků.
2. Diskontní míra je odvozena z trhu s podniky – předpokládá, že známe hodnotu konkrétních podniků a máme k dispozici predikce jejich budoucích peněžních toků, abychom dokázali spočítat skutečně dosahovanou výnosnost na trhu s podniky. Jedná se o správnější postup, který je však v praxi velmi těžko proveditelný.

Po určení kategorie hledané hodnoty je nutné určit také převládající povahu investorů, rozlišujeme dva druhy investorů:

1. Veřejná společnost, jejíž akcie jsou obchodovány na kapitálovém trhu a jednotliví investoři jsou v akcionáři, kteří mohou tvořit portfolio cenných

papírů a diverzifikovat tak své riziko. V tomto případě kalkulujeme pouze se systematickým rizikem.

2. Soukromá společnost, jejíž akcie nejsou obchodovány, nebo se nejedná o akciovou společnost a jejíž investoři nemají možnost diverzifikace rizika pomocí držení vlastnických podílů ve více podnicích. V tomto případě je třeba počítat jak s rizikem systematickým, tak specifickým (nesystematickým). Druhý typ investorů ve velké většině převládá právě na českém trhu. [9]

1.5 Základní metody pro finanční ocenění podniku

S využitím níže uvedených základních metod dokáže oceňovatel vyjádřit hodnotu podniku pomocí určitého peněžního ekvivalentu. Mařík uvádí tři základní okruhy oceňování společně s výčtem jednotlivých nejpoužívanějších metod:

1. Ocenění na základě analýzy výnosů – výnosové metody,
 - Metoda diskontovaných peněžních toků,
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
 - Kombinované výnosové metody,
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty,
2. Ocenění na základě analýzy trhu – tržní metody,
 - Ocenění na základě tržní kapitalizace,
 - Ocenění na základě srovnatelných podniků,
 - Ocenění na základě srovnatelných transakcí,
 - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu,
3. Ocenění na základě analýzy majetku – majetkové ocenění,
 - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
 - Likvidační hodnota,
 - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
 - Substanční hodnota na principu úspory nákladů.

1.6 Postup při oceňování podniku

Postup ocenění je vždy třeba přizpůsobit podmínkám, v kterých se podnik nachází, tedy konkrétním důvodům pro ocenění, vybrané kategorii hodnoty, zvoleným metodám, dostupnosti dat apod. V obecné rovině se doporučuje následující postup, který uvádí Mařík (2003):

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
 - a) Strategická analýza
 - b) Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
 - c) Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění
 - a) Volba metody
 - b) Ocenění podle zvolených metod
 - c) Souhrnné ocenění

Při praktickém použití mohou mít jednotlivé kroky různou hloubku i váhu v závislosti na zvolených metodách, které budou pro ocenění použity. V každém případě při oceňování podniku musíme v první fázi provést sběr vstupních dat, strategickou analýzu, finanční analýzu, analýzu a prognózu generátorů hodnoty a sestavit finanční plán. [9]

1.6.1 Sběr vstupních dat

Celková kvalita ocenění podniku závisí na zisku relevantních, přiměřených a pravdivých vstupních dat. Mařík uvádí nejdůležitější potřebná data rozdělená do následujících skupin (2003):

- základní data o podniku – data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání – vymezený podle klasifikace CZ-NACE, rozdělení majetkových podílů, základní řídicí struktura podniku, informace o historii podniku apod.,
- ekonomická data – účetní výkazy za poslední období (nejlépe za posledních 5 let

- a více), výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány apod.,
- relevantní trh – vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj daného trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu apod.,
 - konkurenční struktura relevantního trhu – hlavní přímí konkurenti a data o nich, možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům apod.,
 - odbyt a marketing – data o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska struktury výrobků, struktury odběratelů a územní struktury, hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí, ceny, cenová politika, porovnání cen s konkurencí, hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení, reklama, velikost a struktura výdajů na reklamu, srovnání s konkurencí, výzkum a vývoj, hlavní výsledky, výdaje na výzkum a vývoj, srovnání s konkurencí apod.,
 - výroba a dodavatelé – řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby (hromadná, zakázková), úroveň technologie, kapacity a jejich využití (nejlépe v návaznosti na rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nepotřebná), stav dlouhodobého majetku, investice prováděné v minulosti, investiční plány do budoucna, obnova, modernizace, rozšíření - to vše s důrazem na dlouhodobé výhledy, dodavatelé – struktura dodávek a dodavatelů, míra závislosti podniku na dodavatelích, logistika a její úroveň, stav a struktura zásob apod.,
 - pracovníci – struktura pracovníků, nároky na kvalifikaci pracovníků, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, loajalita k firmě, fluktuace, produktivita práce a její srovnání s konkurencí, personální náklady, jejich úroveň podle jednotlivých kategorií pracovníků apod. [9]

1.6.2 Strategická analýza

Strategická analýza představuje jednu z klíčových fází v oceňovacím procesu a je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Pomáhá nám nalézt relevantní vazby mezi oceňovaným podnikem a jeho okolím a především určit jeho celkový výnosový potenciál. Ten je závislý na potenciálu vnějším, který lze vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí daného podniku, a na potenciálu vnitřním, který představuje souhrn hlavních silných a slabých stránek podniku a z toho

plynoucí konkurenční výhody. Mařík uvádí, že hlavním výstupem strategické analýzy by měly být odpovědi na tři následující otázky (2003):

1. „Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
2. Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
3. Jaká rizika jsou s podnikem spojena?“ (9)

Ad 1) Odpověď na první otázku nám pomáhá určit perspektivy oceňovaného podniku a ovlivňuje samotnou volbu oceňovacích metod. Doporučuje se nejprve provést strategickou analýzu, v návaznosti na ni provést finanční analýzu a na závěr sestavit finanční plán, ovšem finanční analýzu a finanční plán provádíme pouze v případě, že strategická analýza vyhodnotí potenciál podniku jako dostačující. Na základě těchto analýz musí být oceňovatel schopen zařadit podnik do jedné z následujících kategorií:

- tzv. going concern, jedná se o zdravý podnik s předpokladem trvalého pokračování,
- slabší podnik, který může přežít, ale rizika jsou značná,
- nemocný podnik s omezenou životností (cca 3 – 10 let) a velmi vysokými riziky,
- akutně ohrožený podnik, pro který je nejvhodnější ocenění likvidační hodnotou.

Ad 2) V případě, že u oceňovaného podniku předpokládáme nějakou budoucnost, je třeba věnovat maximální pozornost prognóze tržeb.

Ad 3) Určení rizik představuje hlavní argumenty při volbě diskontní míry pro případ výnosových ocenění.

Postup strategické analýzy se tedy skládá z následujících kroků:

1. Analýza obecného a oborového okolí pomocí SLEPTE analýzy respektive Porterovy analýzy.
2. Určení relevantního trhu, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu),
3. Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku (analýza vnitřního potenciálu),
4. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (jako výsledek předchozích dvou kroků).

[9]

1.6.2.1 SLEPTE analýza a Porterova analýza

SLEPTE analýza zahrnuje analýzu obecného okolí. Zaměřuje se zejména na hodnocení vlivu sociálních, legislativních, ekonomických, politických, technologických a ekologických faktorů, které působí na daný podnik.

Porterova analýza představuje analýzu oborového okolí. Jejím prostřednictvím posuzujeme vyjednávací síly odběratelů a dodavatelů, hrozbu vstupu nových konkurentů a substitutů a stávající konkurenční rivalitu v daném odvětví.

1.6.2.2 Relevantní trh a jeho prognóza

Vymezení trhu příslušného pro oceňovaný podnik je výchozím krokem strategické analýzy. Na jeho základě bychom měli získat základní data o relevantním trhu, mezi které patří zejména odhad velikosti trhu, vývoj trhu v čase, případně segmentace trhu. Tyto informace jsou velmi důležité, protože nám poskytují podklady pro určení vývojových tendencí trhu a tvoří tak základnu pro odhad budoucích tržeb oceňovaného podniku.

Dalším krokem vztahujícím se k vymezení relevantního trhu je analýza atraktivity trhu, která přispívá k lepšímu poznání příležitostí a hrozeb spojených s daným trhem. Mařík uvádí některé základní faktory ovlivňující atraktivitu trhu, patří mezi ně například: růst trhu, velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu, citlivost trhu na konjunkturu, struktura a charakter zákazníků, apod.

Na výše uvedené kroky navazuje prognóza vývoje relevantního trhu, jejímž východiskem by měla být analýza hlavních faktorů působících na vývoj trhu. Tyto faktory musí být kvantifikovatelné a měly by k nim existovat odpovídající data. Z toho důvodu prognózu trhu spojujeme nejčastěji s prognózou národohospodářských ukazatelů, které zpracovávají oficiální instituce (Ministerstvo průmyslu a obchodu, Ministerstvo financí, analytické firmy) a které jsou běžně k dispozici, patří mezi ně například vývoj HDP, celkové průmyslové výroby, spotřeby, apod. Důležitým předpoklad by mělo být ověření, zda je vývoj relevantního trhu závislý na vývoji zvolených národohospodářských ukazatelů. [9]

1.6.2.3 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

S pomocí analýzy relevantního trhu určíme velikost, budoucí vývoj trhu i jeho kvalitu, výsledkem analýzy konkurenční síly je pak odhad vývoje tržních podílů oceňované firmy v blízké budoucnosti. Prvním krokem je tedy stanovení tržního podílu oceňovaného podniku, který by měl být vyjádřen vývojovou řadou čítající alespoň 5 let.

Druhým krokem je identifikace hlavních konkurentů a shromáždění údajů, které mají význam při hodnocení konkurenční síly, jedná se například o relativní tržní podíly konkurence (obvykle tří hlavních konkurentů) a určení základních parametrů jejich hospodaření.

Dalším krokem je analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku. S její pomocí bychom měli určit schopnost podniku využít šance plynoucí z rozvoje trhu a zhodnotit konkurenční strategii oceňovaného podniku, konkurenční výhody a celkové konkurenční síly vůči hlavním konkurentům. [9]

1.6.2.4 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Výsledkem předchozích analýz je odhad možného vývoje tržeb oceňovaného podniku. Odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku získáme vynásobením růstu trhu (získaného na základě analýzy a prognózy trhu) růstem tržního podílu podniku. Takto získané tempo růstu bychom měli porovnat s dosavadním růstem tržeb a posoudit reálnost našeho odhadu. [9]

1.6.3 Finanční analýza

Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení a v rámci ocenění podniku plní dvě základní funkce - zhodnocení finančního zdraví podniku a vytvoření základů pro finanční plán. Hlavním úkolem finanční analýzy je komplexní posouzení celkové hospodářské a finanční situace podniku a příprava relevantních podkladů pro rozhodování o budoucích operacích v podniku. A. Černá uvádí (1997): „Finanční analýza jako nástroj hodnocení (oceňování) podniku je nezbytnou součástí procesu rozhodování o podniku (především finančního rozhodování) bez ohledu na to, zda subjekt rozhodování stojí uvnitř nebo vně firmy.“ Pomocí finanční analýzy dokážeme hodnotit nejen současnou situaci podniku, ale také vývojové tendence v čase,

stabilitu, resp. volatilitu výsledků. Finanční analýza pomáhá managementu odhalit silné a slabé stránky podniku. [3]

Základním zdrojem dat pro finanční analýzu jsou účetní výkazy oceňovaného podniku – rozvaha, výkaz zisků a ztrát a přehled o peněžních tocích. Velmi důležité je správně odhadnout kvalitu, věrohodnost a komplexnost dat, ve většině případů spoléháme na závěry auditora. Mezi nejčastěji užívané metody finanční analýzy řadíme:

- analýzu absolutních ukazatelů (stavových i tokových),
 - horizontální analýza (analýza trendů),
 - vertikální analýza (procentní rozbor),
- analýzu rozdílových ukazatelů,
- analýzu poměrových ukazatelů,
 - analýza poměrových ukazatelů rentability,
 - analýza poměrových ukazatelů aktivity,
 - analýza poměrových ukazatelů zadluženosti a finanční struktury,
 - analýza poměrových ukazatelů likvidity,
 - analýza poměrových ukazatelů provozní činnosti,
- analýzu soustav ukazatelů,
 - pyramidové rozklady,
 - predikční modely. [13]

1.6.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty představují klíčové faktory, které ve svém souhrnu rozhodujícím způsobem ovlivňují hodnotu podniku. Jedná se zejména o tržby, provozní ziskovou marži, pracovní kapitál, náročnost na investice do dlouhodobého majetku a diskontní míru.

1.6.5 Finanční plán

V případě použití výnosových metod by měl oceňovatel sestavit kompletní finanční plán podniku, který vychází z vzájemně provázaných dílčích plánů reprezentujících dlouhodobé koncepce podniku. Mezi tyto dílčí plány řadíme plán prodeje, plán produkce, plány kapacit, plány pracovních sil, plán budoucích provozních

výnosů a nákladů, z toho vycházející plán provozního výsledku hospodaření, který nám umožní sestavení plánu provozního peněžního toku. Plán provozního peněžního toku společně s plánem investic tvoří poklady pro sestavení celkového peněžního toku, který slouží jako indikátor celkové finanční rovnováhy. Na závěr je sestavena plánovaná rozvaha pro všechny roky plánového horizontu. [9]

1.7 Ocenění na základě analýzy výnosů

Ocenění vycházející z analýzy výnosů je založené na poznatku, že hodnota daného statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, tedy očekávanými výnosy. Rozlišujeme tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinující výnosové ocenění s oceněním majetkovým. [9]

Při oceňování podniku musíme mít na paměti, že volby metody, jejich modifikaci i konkrétní hodnoty je třeba vždy podřídít účelu ocenění. Vzhledem k cíli této diplomové práce budou následující kapitoly zaměřeny především na metodu diskontovaného čistého cash flow, metodu kapitalizovaných čistých výnosů a metodu ekonomické přidané hodnoty, tedy metody, které budou použity (kromě metody ekonomické přidané hodnoty) v praktické části pro samotné ocenění podniku.

1.7.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Metoda diskontovaného čistého cash flow je základní a nejrozšířenější výnosovou metodou, která v sobě dále zahrnuje tři přístupy k ocenění – entity, equity a APV (Adjusted present value). Z těchto tří přístupů je nejčastěji užívanou technikou metoda „Entity approach“, kterou se budeme dále zabývat. Základním znakem metody diskontovaného čistého cash flow entity je, že výsledkem diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku, na kterou nahlížíme z pohledu investovaného kapitálu, nikoliv bilanční sumy. [9]

Pro určení hodnoty podniku pomocí metody diskontovaného cash flow (DCF) je v první řadě nutné provést několik důležitých úprav údajů z finančních výkazů. S pomocí těchto úprav získáme hodnotu investovaného kapitálu a hodnotu peněžních toků relevantních pro metodu DCF, tzv. volné cash flow, s kterým souvisí také určení tzv. korigovaného provozního výsledku hospodaření. Vzhledem k rozsahu problematiky je postup vedoucí k získání výše popsaných ukazatelů vyjádřený pouze ve zjednodušené podobě, komplexní propočet je uveden v praktické části diplomové práce. [9]

1.7.1.1 Investovaný kapitál pro metodu DCF

Investovaný kapitál relevantní pro metodu DCF získáme ve dvou krocích. Prvním je úprava plynoucí z potřeby určit náklady na kapitál a druhým úprava bilanční sumy za účelem rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

1.7.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF

Běžně užívané cash flow uvedené ve finančním plánu, které představuje cash flow provozní, investiční, finanční a v souhrnu cash flow celkové, není pro potřeby oceňování přímo použitelné. Proto jej musíme upravit na tzv. volné cash flow (free cash flow – FCF) udávající hodnotu peněz, které je možno vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. V podstatě se jedná o peněžní prostředky, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům daného podniku, proto se někdy užívá označení peněžní toky pro vlastníky a věřitele nebo peněžní toky do firmy (free cash flow to firm – FCFF). Následující tabulka uvádí postup pro výpočet volného peněžního toku.

Tabulka 1: Postup výpočtu FCF [9]

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

1.7.1.3 Technika propočtu hodnoty podniku – dvoufázová metoda

Při oceňování podniku v praxi obvykle předpokládáme, že podnik bude existovat „nekonečně dlouho“ (tzv. going concern), je logické, že pro nekonečně dlouhé období nelze naplánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Proto se v praxi běžně používá dvoufázová metoda propočtu hodnoty podniku.

Tato metoda rozděluje budoucí období na dvě fáze. První fáze představuje období, pro které jsme schopni zpracovat prognózu budoucího volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze představuje období od konce první fáze do nekonečna, hodnotu podniku druhé fáze označujeme jako pokračující hodnotu (tzv. continuing value) nebo reziduální hodnotu. Hodnotu podniku dle dvoufázové metody vyjadřujeme pomocí následujícího vzorce: [9]

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_t)^T} \quad (9)$$

kde: H_b → celková hodnota podniku (brutto hodnota)
 T → délka první fáze v letech
 FCF → volný peněžní tok
 i_k → kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC
 PH → pokračující hodnota

Kritickým bodem je rozhodnutí o délce prognózovaného období, tedy od jaké doby budeme počítat s pokračující hodnotou. Neexistuje jednoznačné pravidlo, které bychom mohli použít, pouze se doporučuje, aby první fáze zahrnovala období, pro které má současné vedení podniku naplánovanou určitou vizi, kterou hodlá naplnit řadou projektů (v praxi se nejčastěji jedná o pět až sedm let). Pro výpočet pokračující hodnoty v případě metody DCF se obvykle užívá technik, které kalkulují pokračující hodnotu na základě diskontovaných volných peněžních toků. [9]

1.7.1.4 Technika propočtu hodnoty podniku – třífázová metoda

V případě propočtu třífázovou metodou rozdělujeme budoucí vývoj podniku na tři části – fáze rychlého růstu (pro kterou sestavujeme kompletní finanční plány, fáze přechodná (volný peněžní tok odhadujeme jen pomocí ročního tempa růstu) a fáze

stability (počítáme jako perpetuitu). Vzorec pro výpočet hodnoty podniku je pak následující:

$$H_n = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1+i_k)^{T_2} \cdot i_k} \quad (9)$$

kde: H_n → hodnota netto (tj. hodnota vlastního kapitálu)
 T_1 → počet let rychlého růstu
 T_2 → součet let rychlého a zpomalujícího se růstu [9]

1.7.1.5 Diskontní míra pro metodu DCF

Diskontní míra v případě použití metody DCF entity představuje průměrné vážené náklady kapitálu – WACC (Weighted Average Cost of Capital). Jedná se o diskontní míru, která odpovídá příjmům očekávaným investory a současně zohledňuje riziko spojené s jejich investicí do podniku. Obecný vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu je sestaven následovně:

$$WACC = n_{CK} \cdot (1-T) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \cdot \frac{VK}{K} \quad (9)$$

kde: n_{CK} → náklady na cizí kapitál
 T → sazba daně
 CK → tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku
 $n_{VK(Z)}$ → náklady na vlastní kapitál
 VK → tržní hodnota vlastního kapitálu
 K → celková tržní hodnota investovaného kapitálu ($VK+CK$) [9]

Správné určení průměrných vážených nákladů kapitálu je jedním z rozhodujících faktorů, které ovlivňují kvalitu výsledné hodnoty oceňovaného podniku. Mařík uvádí postup výpočtu WACC rozdělený do čtyř kroků (2003):

1. Určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu.
2. Určit náklady na cizí kapitál.
3. Určit náklady na vlastní kapitál.
4. Propočít průměrných vážených nákladů kapitálu.

1. Určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu

Strukturu kapitálu bychom měli zjišťovat na základě tržních hodnot, nikoliv účetních. Při kalkulaci se nejčastěji používá cílová struktura kapitálu nebo struktura kapitálu obvyklá u srovnatelných podniků. [2]

2. Určení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují vážený průměr efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z různých forem cizího kapitálu. Informace čerpáme především z položek pasiv rozvahy – dlouhodobých bankovních úvěrů, dluhopisů a finančních výpomocí. Navíc je třeba zohlednit a zahrnout také položky, které se v rozvaze neuvádějí, jedná se zejména o leasing. [12]

3. Určení nákladů na vlastní kapitál

První dva kroky jsou ve většině případů bezproblémové. Naopak krok třetí zahrnuje poměrně náročné analytické úpravy. Obecně jsou náklady na vlastní kapitál dány očekáváním příslušných investorů z budoucích výnosů s přihlédnutím k riziku. Nejčastěji se pro odhad nákladů vlastního kapitálu užívá model oceňování kapitálových aktiv, model diskontovaných dividend, stavebnicový model, případně se tyto náklady určují na základě průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví. [12]

→ Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv je nejčastěji používaným nástrojem pro odhad diskontní míry odpovídající nákladům vlastního kapitálu, vzorec pro výpočet je sestaven následovně:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (9)$$

kde: r_e → náklady vlastního kapitálu v %
 r_f → bezriziková úroková míra
 r_m → průměrná výnosnost kapitálového trhu
 β → koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

Pro kalkulaci výsledné diskontní míry tedy musíme nejprve určit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a koeficient β . Podrobný postup výpočtu těchto hodnot je uveden v praktické části práce. [12]

Model CAPM je i přes své nedostatky nejvyužívanějším nástrojem pro odhad nákladů na vlastní kapitál. Na tyto nedostatky, vycházející z odlišností trhu finančních aktiv a trhu podniků, jako jeden z mála českých autorů poukazuje Tomáš Krabec v publikaci Oceňování podniku a standardy hodnoty. Přehledně je znázorňuje následující tabulka, která srovnává vlastnosti trhu finančního aktiva (dluhopisu), z kterého model CAPM vychází, a trhu podniku jako věci hromadné.

Tabulka 2: Srovnání vlastností finančního trhu aktiva a trhu podniku [8]

	Kotovaný dluhopis	Podnik
Prognóza volného CF	Dána kuponovou mírou	Dána (subjektivním) finančním plánem
Výnos do splatnosti/Diskontní míra	Dán trhem dle kvality emitenta	Dána subjektivním očekáváním několika konkrétních potenciálních investorů
Existence trhu	Kontinuální	Jen v okamžiku průběhu transakce
Existence substitutů	Ano – dluhopisy stejných parametrů	Zpravidla ne – investoři mají různé preference
Cenová kotace	Ano	Ne – trh kontinuálně neexistuje
Způsob provádění změny vlastnického práva	Standardizovaný	Individualizovaný v rámci smlouvy
Struktura nabídky	Polypol	Zpravidla několik prodávajících
Struktura poptávky	Polypol	Zpravidla několik (jeden) poptávajících
Tvorba ceny	Cena dána trhem (exogenně proměnná)	Cena výsledkem jednání a podmínek obchodu (endogenně proměnná)
Transakční náklady	Nízké	Zpravidla vysoké
Likvidita trhu	Zpravidla vysoká	Nelze určit
Likvidita aktiva	Zpravidla vysoká	Zpravidla nízká
Výnosová hodnota odráží rovnovážnou cenu	Ano	Obecně nikoliv

I přes všechny problémy spojenými s platností a aplikací modelu CAPM prof. Mařík uvádí, že se jedná o „zatím jediný teoreticky podložený a ve světové praxi uznávaný způsob jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění.“ (9)

→ **Stavebnicový model**

Základní princip stavebnicového modelu spočívá v přiřazení přírážek za riziko k základní bezrizikové úrokové míře, která zpravidla odpovídá výnosnosti desetiletých státních dluhopisů. Přírážka za riziko vychází z posouzení rizik trhu, oboru, výrobních rizik, stupně diverzifikace, finančních rizik, rizik managementu a dalších. V zásadě platí, že bychom se měli snažit o co možná nejúplnější výčet všech dílčích rizik, které mají vliv na výši diskontní míry. [12]

4. Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) je závěrečným krokem, ve kterém využijeme veškeré hodnoty, které jsme získali z předchozích výpočtů. Vzorec pro výpočet WACC je uveden výše.

1.7.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je oceňovací přístup, který vede ke zjištění výnosové hodnoty podniku na úrovni vlastního kapitálu, tedy hodnoty netto. Tato metoda nachází široké uplatnění zejména v Německu, proto uvádíme zásady pro oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů, které vycházejí ze standardů německého institutu auditorů IDW:

- pro ocenění je určující jeho účel,
- podnik je třeba oceňovat jako hospodářskou jednotku,
- hodnota podniku je vždy vztažena k určenému časovému okamžiku,
- respektování majetkové podstaty – oddělené ocenění provozně nutného majetku a neprovozního majetku,
- transparentnost posudku oceňovatele.

Vlastní postup oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů je následující:

1. Analyzovat a upravit dosavadní výsledky hospodaření podniku.
2. Naplánovat budoucí čisté výnosy - propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů.
3. Odhadnout kalkulované úrokové míry.
4. Propočítat výnosové hodnoty analytickou nebo paušální metodou. [9]

Výpočet lze opět provést dvoufázovou nebo třífázovou metodou. Současně předpokládáme trvalou existenci podniku – tzv. going concern. Pro dvoufázovou metodu uplatníme následující vzorec:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot (1+i_t)^{-T} \quad (9)$$

kde: H_n → hodnota podniku netto (tj. hodnota vlastního kapitálu)
 $\check{C}V_t$ → odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
 T → délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze)
 $T\check{C}V$ → trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi
 i_k → kalkulovaná úroková míra

Pro třífázovou metodu je vzorec sestaven následovně:

$$H_n = \sum_{t=1}^m \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot (1+i_k)^{-(m+n)} \quad (9)$$

1.7.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze použít nejen jako nástroj pro oceňování podniku, ale také pro finanční analýzy, řízení podniku, hodnocení investičních projektů nebo odměňování manažerů. Podstatnou výhodou ukazatele EVA oproti tradičním ukazatelům výnosnosti (především ukazatelům rentability – ROA, ROE) je, že měří ekonomický zisk. V pojetí EVA dosahuje podnik ekonomického zisku tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale veškeré náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál s přihlédnutím k riziku. Tedy ukazatel EVA měří, jak podnik za dané období přispěl svými aktivitami ke zvýšení nebo snížení hodnoty pro své vlastníky. Podnik tvoří hodnotu pro vlastníky, pokud je $EVA > 0$ a naopak. Jednou z nejvíce ceněných vlastností ukazatele EVA je jeho úzká vazba na hodnotu akcií. Základní podoba vzorce pro výpočet ukazatele EVA je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C \quad (12)$$

kde: $NOPAT$ → zisk z operační činnosti podniku po dani

C → kapitál vázaný v aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku
WACC → průměrné vážené náklady kapitálu

Vždy musíme pamatovat na to, že účetní data podniku se převádí na ekonomickou hodnotu. Tato úprava zahrnuje 164 položek a je obchodním tajemstvím autorů tohoto ukazatele Stern – Stewart a kol. Dle prof. Maříka však postačí provést alespoň ty úpravy, které mají v konkrétním případě nejdůležitější význam. Jedná se o úpravy rozvahy, jejichž výsledkem je výpočet čistých operačních aktiv - NOA, a úpravy výsledovky, které povedou k vyjádření zisku z operační činnosti podniku po dani – NOPAT. [9]

→ **Propočet NOA**

Východiskem pro propočet NOA je úprava rozvahy, která zahrnuje následující kroky:

1. z celkových aktiv vydělit neoperační aktiva,
2. aktiva snížit o neúročený cizí kapitál,
3. vyloučit mimořádné položky,
4. účetní aktiva převést na skutečná aktiva.

Tyto kroky by měli vést k určení všech aktiv produkujících operativní zisk resp. sloužících k zajištění hlavního provozu podniku (i aktiv, které nejsou zachyceny v účetnictví). [9]

→ **Propočet NOPAT**

Operační výsledek hospodaření NOPAT by měl odpovídat aktivům zařazeným do NOA. Při výpočtu NOPAT lze vycházet z výsledku hospodaření za běžnou činnost nebo z provozního výsledku hospodaření. Následující tabulka shrnuje úpravy vedoucí k získání NOPAT, které uvádí prof. Mařík.

Tabulka 3: Úprava VH za běžnou činnost na NOPAT [9]

1.	VH za běžnou činnost
2.	+ nákladové úroky
3.	- výnosy z neoperačního majetku (zejména finanční výnosy) + náklady na neoperační majetek
4.	+ odpisy goodwillu
5.	+ původní náklady s investičním charakterem - odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
6.	+ leasingová platba - odpisy majetku pronajatého na leasing

7.	- neobvyklé zisky + neobvyklé ztráty
8.	eliminace tvorby a rozpouštění nákladových rezerv
9.	Úprava daní na úroveň NOPAT

Po správném určení NOA a NOPAT vypočteme ukazatel EVA, který poté uplatníme v dvoufázové metodě pro ocenění daného podniku, vzorec pro výpočet je následující:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (9)$$

kde: H_n → hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

EVA_t → EVA v roce t

D_0 → hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 → ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

T → počet let explicitně plánovaných EVA [9]

1.7.4 Souhrnné ocenění

V závěrečné fázi ocenění podniku bychom měli správně určit souhrnný výsledek. Ve většině případů se při ocenění užívá více metod. Výsledky se však často liší a tedy vyvstává otázka, jakým způsobem určit správné souhrnné ocenění. V první řadě vycházíme z faktu, že neexistuje všeobecně platné řešení, které by umožnilo určit konečný výsledek, proto je žádoucí řídit se následujícími doporučeními, které uvádí prof. Mařík (2003):

- oceňovatel by měl použít nejméně dvě metody ocenění,
- nelze použít jako výsledek mechanicky spočítaný průměr výsledků jednotlivých metod (pouze v případě použití obdobných metod, kdy se výsledky liší max. o 5 %),
- pro určení výsledné hodnoty je třeba zvážit samotný charakter jednotlivých metod, individuální situaci oceňovaného podniku a kvalitu použitých vstupních dat a na základě toho přiřadit každé použité metodě odpovídající funkci v rámci výsledného ocenění. [9]

2 Praktická část

2.1 Charakteristika podniku

Oceňovaná akciová společnost působí pod obchodním názvem ZKL Brno, a.s. Její sídlo se nachází v Brně – Líšni, 632 00, na ulici Trnkova 2/111. V roce 2009 byl průměrný přepočtený stav zaměstnanců 461. Společnost ZKL Brno je český výrobce valivých ložisek s dlouholetou tradicí a největší výrobce speciálních a technologických ložisek ve střední Evropě.

2.1.1 Historie podniku

ZKL Brno, a.s. je největší společnost patřící do koncernu ZKL, a.s. integrujícího české výrobce ložisek. Jednotlivé společnosti mají za sebou dlouhou a velmi zajímavou minulost, která zajišťuje kontinuitu výroby a vývoje valivých ložisek v tuzemsku. Počátky společnosti spadají až do roku 1921, kdy byla



Obrázek 1: Budova ZKL [24]

na našem území poprvé vyrobena valivá ložiska v závodech Fichtl & Sachs v Perštejně nad Ohří. V roce 1948 byla tato továrna odkoupena státem. Závod v Klášterci nad Ohří byl vybudován v roce 1943 německou firmou SUMAG a v té době vyráběl výhradně válečný materiál pro letecký průmysl. Roku 1949 byl začleněn do národního podniku TOS Holoubkov jako pobočný závod, v kterém se vyráběly soustruhy a rámové okružní pily. V roce 1952 došlo k přidružení podniku pod ZPS Brno – Líšeň. Ve stejném roce byl také uzavřen program výroby obráběcích strojů a pro velký nárůst potřeby ložisek a nedostatečné výrobní prostory v perštejnském závodě byla ložisková výroba převedena do Klášterce nad Ohří. Od roku 1953 se zde vyráběly výhradně ložiska a podnik, ke kterému byl připojen závod v Perštejně nad Ohří, dostal název ZKL, n. p. Klášterec nad Ohří.

V roce 1947 započala spolupráce nově se tvořícího závodu na výrobu ložisek v rámci Zbrojovky Brno - Líšeň s anglickou firmou Hoffmann. V roce 1950 byl z rozhodnutí státu založen nový podnik - Závody přesného strojírenství Brno – Líšeň, ke kterému se postupně přičlenily pobočné závody v Klášterci nad Ohří, Dolních Měcholupech a v Kysuckém Novém Městě. V této době se ve všech závodech ČSR vyrábělo 155 typů ložisek. Od roku 1953 nesla tato výrobně hospodářská jednotka název ZKL, od roku 1976 pak Zetor.

Z důvodu neustálé potřeby nových druhů ložisek a zvyšujících se požadavků na technickou úroveň a kvalitu byl v roce 1953 založen Výzkumný ústav pro valivá ložiska v Brně - ZKL VÚVL, z něhož se dnes odčlenil ZKL-Výzkum a vývoj, a. s. V roce 1953 byla také registrována ochranná známka „ZKL“ v 53 zemích světa. Závěrem šedesátých let byla v Klášterci zavedena vlastní výroba kuliček. Z důvodu převedení výroby z Perštejna a jejího rozšíření musely být na počátku sedmdesátých let vystavěny rozsáhlé výrobní haly. Od roku 1965 byl podnik začleněn pod generální ředitelství ZVL a později pod koncern se sídlem v Povážské Bystrici. Vývoj v osmdesátých letech ovlivnilo rozhodnutí státních orgánů produkci ložisek specializovat. Na základě spolupráce s Výzkumným ústavem valivých ložisek byly do výroby zavedeny nové typové řady ložisek. Vývoj a výroba se zaměřily i na speciální ložiska atypických rozměrů pro kolejová vozidla, stavební stroje, hutní a důlní průmysl a na velkorozměrová ložiska.

Po roce 1990 byl koncern zrušen a z podniku ZKL Klášterec nad Ohří byla vytvořena samostatná akciová společnost, jejímž stoprocentním vlastníkem zůstal stát. Z důvodu hospodářských změn došlo v rámci brněnského Zetoru k oddělení ložiskové výroby od traktorové a později byl ustanoven pro výrobu soudečkových ložisek samostatný podnik - ZKL Brno, a. s. Tato společnost se v roce 1998 stala většinovým vlastníkem ZKL Klášterec nad Ohří, a. s. a od listopadu téhož roku byly připojeny také VTL Hanušovice, dnes ZKL Hanušovice, a. s. Po privatizaci v roce 1996 se jediným vlastníkem akcií stala Konsolidační banka Praha, která o dva roky později uzavřela smlouvu o převodu cenných papírů na společnost ZKL Brno.

V roce 1999 byla založena konsolidovaná skupina výrobců valivých ložisek jako koncern ZKL se sídlem v Brně, která sdružuje téměř všechny rozhodující výrobce ložisek v České republice. [24]

2.1.2 Oblast činnosti podniku

Hlavním oborem činnosti podniku je výroba, výzkum, vývoj a distribuce valivých ložisek, dále výroba speciálních ložisek a komponentů pro železniční a automobilový průmysl. Dle oborové klasifikace NACE lze hlavní oblasti činnosti ZKL Brno definovat následovně:

- 2815 → výroba ložisek, ozubených kol, převodů a hnacích prvků,
- 2562 → obrábění,
- 2572 → výroba zámků a kování,
- 7219 → ostatní výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd,
- 7220 → výzkum a vývoj v oblasti společenských a humanitních věd.

Produktové portfolio podniku zahrnuje jednořadá kuličková ložiska, dvouřadá naklápěcí kuličková ložiska, jednořadá i dvouřadá kuličková ložiska s kosoúhlým stykem, jednořadá kuželíková ložiska, axiální kuličková ložiska, jednořadá válečková ložiska, dvouřadá soudečková ložiska, axiální soudečková ložiska, speciální ložiska a příčně dělená ložiska. Tyto produkty společnosti ZKL Brno nacházejí uplatnění v mnoha odvětvích

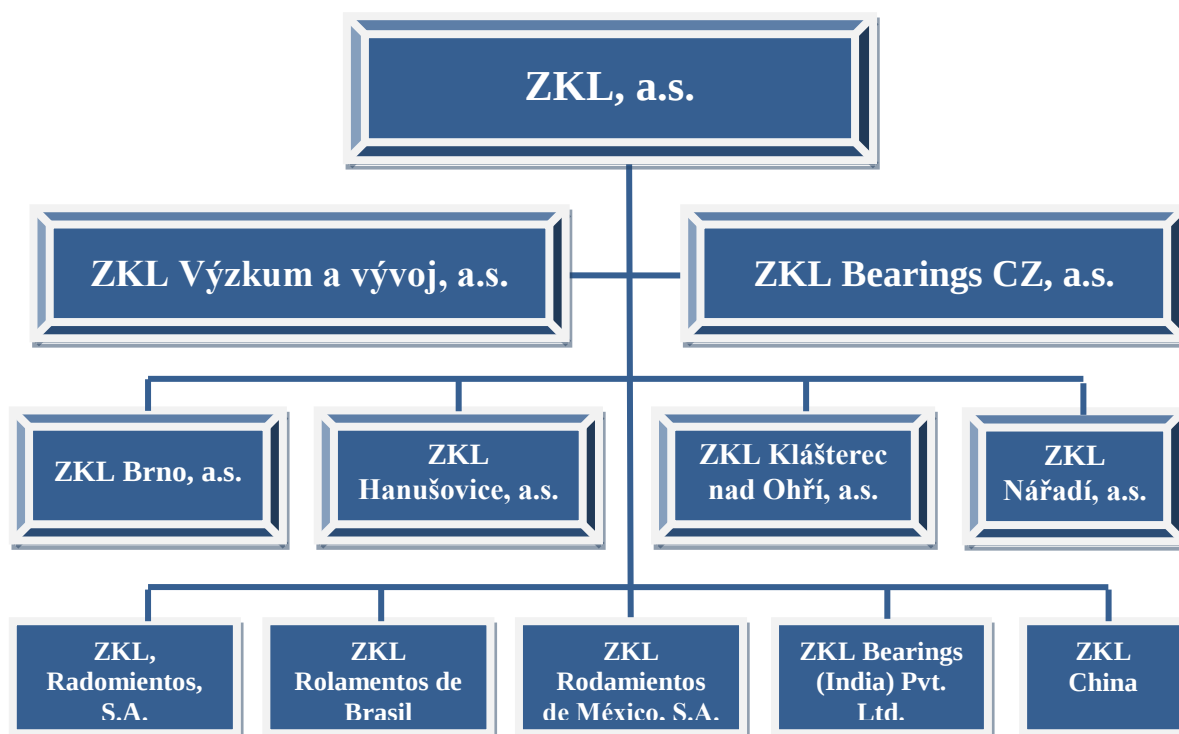


Obrázek 2: Speciální ložiska [32]

jako je hutnictví, energetika, těžké strojírenství, těžba a zpracování surovin, automobilový průmysl, zemědělství, doprava apod. Veškeré produkty společnost dokáže přizpůsobovat specifickým požadavkům odběratelů. Především pro odběratele z oblasti těžkého průmyslu jsou určena speciální velkorozměrová ložiska, jejichž vývoji a výrobě věnuje podnik největší pozornost. Jedná se o příčně dělená válivá ložiska, jejichž konstrukce a technologie výroby jsou realizovány na speciálních válečkových ložiscích do vnějšího průměru 900 mm a soudečkových ložiscích až do vnějšího průměru 1 600 mm. V oblasti vývoje a produkce speciálních ložisek se společnost ZKL Brno řadí mezi přední světové výrobce a sortiment těchto ložisek je neustále rozšiřován.

[32]

2.1.3 Struktura koncernu ZKL



Obrázek 3: Struktura koncernu ZKL, a.s. [31]

ZKL Brno, a.s. je dceřiná společnost ZKL, a.s., která je držitelem 100 % akcií podniku. V rámci koncernu zajišťuje usměrňování koncepce jednotlivých společností v oblasti inovací, výroby, investic, provádí technicko-konzultační činnost, controlling, účetní a daňový audit a péči o ochrannou známku ZKL. Oceňovaná společnost ZKL Brno, a.s. vlastní 33 % majetkový podíl ve společnosti ZKL – Výzkum a vývoj a.s. Organizaci distribuce produktů zajišťuje obchodní organizace ZKL Bearings CZ, a.s., která spolupracuje s rozsáhlou sítí autorizovaných distributorů. Ve významných světových teritoriích zajišťují prodej a podporu výše uvedené dceřiné společnosti. [30]

2.1.4 Certifikace

Společnost ZKL Brno je držitelem certifikátu managementu jakosti EN ISO 9001:2008 od renomovaného certifikačního orgánu TÜV SÜD Slovakia v oblasti výzkumu, vývoje, zkoušení, technicko-konzultačních služeb, mechanických obrábění, tváření, svařování, povrchových úprav kovových dílů, valivých a speciálních ložisek. Dále je držitelem certifikátů vydaných Výzkumným ústavem železničním, a.s. a

Certifikačním střediskem ČD, a.s., které opravňují ZKL Brno k dodávkám nápravových ložisek a soudečkových a speciálních ložisek pro České dráhy, a.s. [37]

2.2 Strategická analýza

Prostřednictvím strategické analýzy zhodnotím celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který se odvíjí od vnějšího a vnitřního potenciálu společnosti, a získám podklady pro sestavení finančního plánu. Výchozím krokem je analýza obecného okolí pomocí SLEPT analýzy a analýza oborového okolí prostřednictvím Porterova modelu konkurenčních sil, na základě kterých určím silné a slabé stránky společnosti ZKL Brno. Dále určím relevantní trh podniku, jeho prognózu a zhodnotím konkurenční síly podniku. Závěrem strategické analýzy sestavím prognózu tržeb oceňovaného podniku na základě výše uvedených podkladů.

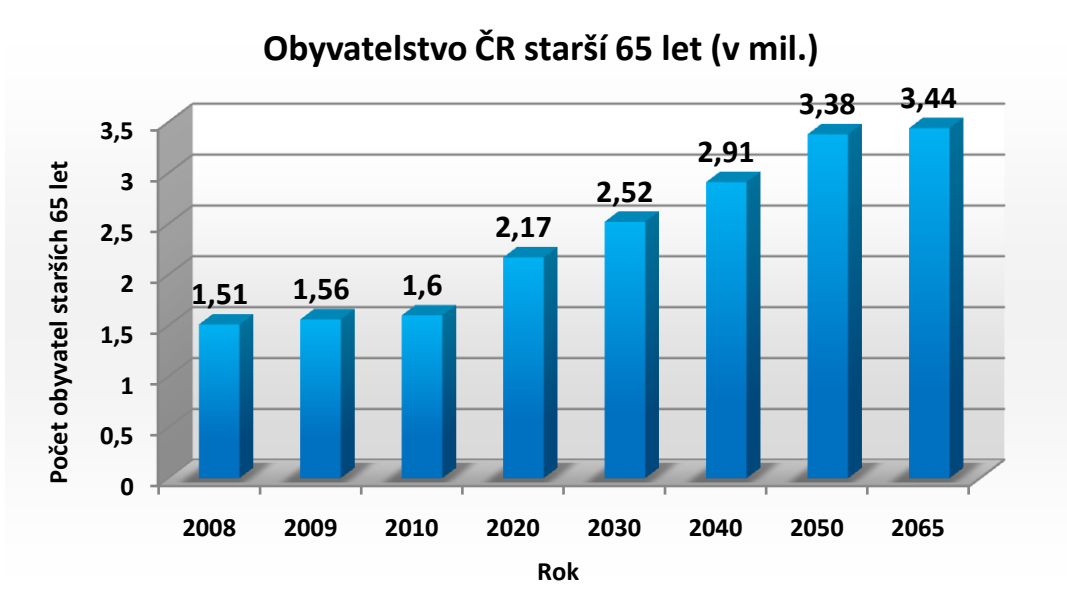
2.2.1 SLEPT analýza

2.2.1.1 Sociální faktory

Vzhledem k povaze činnosti společnosti ZKL Brno jsou nejdůležitější charakteristikou sociálního prostředí dostupnost pracovní síly a pracovní zvyklosti. Tyto oblasti značně ovlivňují charakteristiky, jako jsou věková struktura obyvatelstva, pracovní a kariérní preference a dále existence vzdělávacích institucí poskytujících potřebné vzdělání, z toho se odvíjející dostupnost potenciálních zaměstnanců s požadovanými schopnostmi a dovednostmi a jejich mobilita.

Společnost ZKL Brno má své výrobní závody v Brně, městě, které má velmi bohatou strojírenskou minulost a tradici (Královopolská, a.s., Šmeral Brno, a.s. apod.). Proto Brno a blízké okolí disponuje množstvím učilišť a středních průmyslových škol zaměřených na strojírenství. Nachází se zde také vysoká škola se zaměřením na strojírenství VUT Brno - Fakulta strojního inženýrství. Množství a úroveň vzdělávacích institucí je dostačující, problém nastává v případě preferencí žáků základních škol, kteří pro své budoucí vzdělání častěji volí humanitně zaměřené obory, navíc v současné době nastupuje na vysoké školy přibližně 60 % absolventů středních škol, kteří ve většině také preferují humanitní obory. Jako nejzávažnější budoucí hrozba se tedy jeví nedostatek kvalifikované pracovní síly pro samotnou výrobu. Výše

uvedenou hrozbu navíc podtrhuje stárnutí populace společně s nízkou porodností. V případě, že se současné trendy nezmění, může nastat situace, kdy zaměstnanci odcházející do důchodu nebudou mít nástupce. Týdeník Ekonom uvádí předpokládaný počet obyvatelstva starších 65 let založený na projekci Českého statistického úřadu.



Graf 1: Obyvatelstvo starší 65 let [35]

2.2.1.2 Legislativní a politické faktory

Společnost ZKL Brno musí svoji činnost provádět v rámci platné legislativy. Nejvyššími právními dokumenty, které musí podnik dodržovat, jsou Ústava České republiky společně s Listinou základních práv a svobod. Dále musí dodržovat veškeré platné zákony vyhlášené ve Sbírce zákonů, vyhlášky jednotlivých ministerstev a normy určené legislativou Evropské unie. Jmenovitě se jedná zejména o následující právní dokumenty:

- zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník,
- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník,
- zákon č. 65/1965 Sb., zákoník práce,
- zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty,
- zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů,
- zákon č. 337/1992 Sb., o správě daní a poplatků,
- zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

Vzhledem k členství České republiky v Evropské unii se platná legislativa stále více přizpůsobuje podmínkám a normám, které určuje Evropský parlament. Pozitivní je pro podnik zejména možnost čerpat dotace z Evropských strukturálních fondů a odstranění celních bariér, které podstatně zjednodušuje vývoz produktů podniku v rámci Evropské unie. Společnost ZKL Brno značnou část své produkce vyváží do zahraničí také mimo EU, zde musí svoji činnost provádět v rámci pasivních prostředků autonomní obchodní politiky dané země, jako jsou cla, celní režim, licence, devizové restrikce apod. Dále musí podnik respektovat bilaterální úpravy vzájemných vztahů s daným státem, jako jsou obchodní smlouvy, dohody o vědecko-technické spolupráci, dohody o vyloučení dvojího zdanění, o podpoře a ochraně vzájemných investic apod.

V současnosti je výše daňové sazby z příjmu právnických osob 19 % a v nadcházejícím roce by měla zůstat neměnná. Základní sazba daně z přidané hodnoty je na úrovni 20 %, snížená pak 10 %. Sazby DPH však v blízké době projdou podstatnými změnami. Od roku 2012 bude snížená sazba zvýšena na 14%. Od 1. ledna 2013 se pak všechny sazby sjednotí na 17,5 %. Příjmy z účasti v akciové společnosti a z podílu na zisku z podílového listu jsou zdaňovány 15 % srážkovou daní. V současné době se připravuje nový zákon o obchodních korporacích, který má nahradit obchodní zákoník. V dubnu letošního roku by měl být nový zákoník projednán, aby do konce roku 2011 prošel celým legislativním procesem. Podle optimistického scénáře ministra spravedlnosti Jiřího Pospíšila by měl začít platit od roku 2013. V následující tabulce jsou uvedeny některé chystané změny.

Tabulka 4: Plánované změny v novém zákonu o obchodních korporacích [34]

Plánované změny	Nyní	Nově
Smlouvy v obchodním zákoníku	Kupní smlouvu nebo smlouvu o dílo upravuje jak občanský, tak obchodí zákoník.	Všechny druhy smluv, celé závazkové právo, bude v občanském zákoníku.
Relativní neplatnost smlouvy	Formální nedostatek znamená absolutní neplatnost smlouvy.	I při formálních nedostacích může být smlouva platná.
Obchodní jmění v občanském zákoníku	Definici podnikatele, obchodní firmy, závodu, obchodního tajemství nebo obchodního jmění či obchodního majetku jsou v obchodním zákoníku.	Všechny tyto instituty se přesunou do občanského zákoníku.
Zápis do obchodního rejstříku	Podnikatel – fyzická osoba se smí zapsat do obchodního rejstříku jen pod svým jménem.	Podnikatel se bude moci zapsat pod jiným označením než pod svým jménem. K takové firmě však musí být připojeno označení, že jde o fyzickou osobu.
Společnost s ručením omezeným	Při vzniku společnosti s ručením omezeným je nutný základní kapitál ve výši 200 tis. Kč.	Při vzniku bude stačit 1 Kč.
Různé druhy akcií	Akciová společnost smí vydávat prioritní a kmenové akcie bez práva hlasovat, či s právem hlasovat.	Akciové společnosti budou moci vydávat akcie typu A či B, k nimž se váže různé právo hlasovat či mít podíl na zisku.
„Akciové“ pro s.r.o.	Společnost s ručením omezeným nesmí vydávat cenné papíry.	Společníci budou moci vlastnit podílní listy a volně s nimi obchodovat.
Dva modely řízení firmy	Při správě používají německý model – představenstvo a dozorčí radu.	Budou moci při své správě volit mezi dvěma modely – klasický představenstvo a dozorčí rada, nově – statutární ředitel a správní rada.
Znalce určí dohoda stran	Předmět nepeněžitého vkladu, třeba nemovitost, musí ocenit znalec jmenovaný soudem.	Napříště postačí znalec určený dohodou stran (zakladatelé či společnost a znalec).
Pravidlo podnikatelského úsudku	Člen představenstva nese plnou odpovědnost za případnou újmu, kterou způsobil.	V rámci pravidla podnikatelského úsudku se může vyvinít, když prokáže, že jednal řádně a nemohl újmu předpokládat.

Na konci května roku 2010 se uskutečnily volby do Poslanecké sněmovny Parlamentu České republiky. Nejvíce hlasů získala ČSSD s 22,08 %, druhá skončila ODS se ziskem 20,22 %, třetí místo získala nová politická strana TOP 09 s celkem 16,7 %, KSČM získala 11,27 % a VV se ziskem 10,88 % hlasů byly poslední stranou, která se do Poslanecké sněmovny zařadila. Tedy strany z poslední vládní koalice KDU-ČSL a SZ již v Poslanecké sněmovně nefigurují. Výsledkem těchto voleb bylo sestavení vládní koalice ODS, TOP 09 a VV, která zastává politiku rozpočtové odpovědnosti a představuje se jako proreformní vláda. Plánovány jsou zásadní reformy daňového systému, zdravotnictví a především důchodová reforma. Ve většině případů se jedná o velmi nepopulární změny, jejichž navrhované formy jsou často nekonzistentní, ale které jsou nezbytné pro to, aby se Česká republika vyhnula vážným sociálně-ekonomickým propadům, které by v příštích letech vyvolalo stárnutí populace. Pozitivně lze hodnotit zejména spolupráci s Národní ekonomickou radou vlády. Naopak současná krizová situace uvnitř vládní koalice ohrožuje jak samotnou vládu, tak uskutečnění plánovaných reforem. Tato situace vytváří v podnikatelském prostředí značné nejistoty, které mají negativní vliv na plánování budoucích strategií firem.

2.2.1.3 Ekonomické faktory

Ekonomika České republiky je silně provázána s ekonomikou zemí Evropské unie (zejména s Německem) a vzhledem k neustále se zvyšující globalizaci také s celosvětovou ekonomikou. Současná situace je stále výrazně ovlivněna světovou ekonomickou krizí, která v nedávné době silně zasáhla většinu světových ekonomik. V následující tabulce je uveden meziroční růst HDP České republiky, zemí EU a OECD a jeho vývoj v posledních 6 letech.

Tabulka 5: Vývoj HDP ČR a EU [23]

HDP v %y/y	2005	2006	2007	2008	2009	2010
HDP ČR	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,2
HDP EU	2	3,2	3	0,5	-4,2	1,8
HDP OECD	2,7	3,1	2,7	0,6	-2,4	4,3

Z údajů uvedených v tabulce je patrné, že meziroční změna HDP ČR koreluje s vývojem HDP zemí Evropské unie i zemí patřících do OECD, což potvrzuje výše uvedenou tezi provázanosti české ekonomiky s ekonomikou celosvětovou. Zrychlující

tempo meziročního přírůstku HDP, které začalo již v roce 2003, pokračovalo až do vrcholu růstu v roce 2006. V tomto období výrazně rostla produktivita práce a české hospodářství zaznamenávalo výborné výsledky. Poté však následovalo zpomalení, které začalo v druhé polovině roku 2007 a pokračovalo v roce 2008. V průběhu roku 2009 se výrazně projevil meziroční pokles výkonu české ekonomiky, HDP se snížil o 4,2 %, přestože v druhé polovině roku 2009 HDP meziročně rostl. V porovnání s průměrem meziročních temp růstu z let 2001 až 2008 (4,3 %) to bylo o výrazných 8,5 procentních bodů méně. Tato skutečnost byla důsledkem nepříznivých vnitřních i vnějších faktorů, poklesu tuzemských i zahraničních zakázek, resp. nedostatečného odbytu výrobků na vnitřním i vnějším trhu způsobeném světovou hospodářskou krizí. Zpracovatelský průmysl byl hospodářským poklesem v ČR a v zahraničí postižen nejvýrazněji. Mnoho odvětví zpracovatelského průmyslu je totiž úzce vázáno na zahraniční poptávku, více než polovina jeho produkce směřuje na zahraniční trhy a přibližně 60 % nových zakázek pochází ze zahraničí. Snížení domácích a především zahraničních zakázek tedy nejvíce postihlo vývozně orientovaná odvětví, kam z velké části řadíme i společnost ZKL Brno. Průmyslová produkce tedy ve stálých cenách klesla v roce 2009 meziročně o 13,5 %. [16]

Výstup české ekonomiky z nejtěžšího krizového období začal již ve 3. čtvrtletí roku 2009, kdy po dlouhé době HDP oproti předchozímu čtvrtletí vzrostl. Celkově pak v roce 2010 HDP meziročně vzrostl o 2,2 %, což je vyšší hodnota než průměrný růst zemí EU. Růst HDP byl tažen především exportem, který rostl také díky výborným výsledkům největší evropské ekonomiky – Německa, kam značná část českého vývozu směřuje. Týdeník Ekonom (č. 12; 2011: str. 42) uvádí: „Jen v lednu 2011 bylo podle Českého statistického úřadu do Německa vyvezeno zboží v hodnotě 72,4 miliardy korun, což je o 28 % více než ve stejnou dobu loni. Dlouhodobě se exporty do Německa na celkových vývozech podílejí více než 30 procenty.“ Většina expertních odhadů je v dalším vývoji německé ekonomiky optimistická, a tak lze předpokládat i pozitivní vývoj českého hospodářství v odvětvích, které své produkty do Německa exportují. V roce 2010 dosáhl zpracovatelský průmysl podle tempa hrubé přidané hodnoty výborných výsledků a to meziročního růstu 10,1 %. Hlavní příčinou byl růst nových zakázek zejména ze zahraničí.

Dalším sledovaným ukazatelem v oblasti ekonomického prostředí je míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců v ČR. Průměrná meziroční inflace v roce 2010 byla na nízké úrovni a činila 1,5 %, v lednu letošního roku 1,6 %, v únoru a březnu shodně 1,7 %. Vzhledem k růstu cen pohonných hmot a zejména cen potravin lze předpokládat další navýšení v nadcházejících měsících. Česká národní banka prognózuje pro následující období inflaci ve výši 2%. Indexy cen průmyslových výrobců v roce 2009 klesly o 3,1 % a naopak v roce 2010 stouply o 1,2 %. [22]

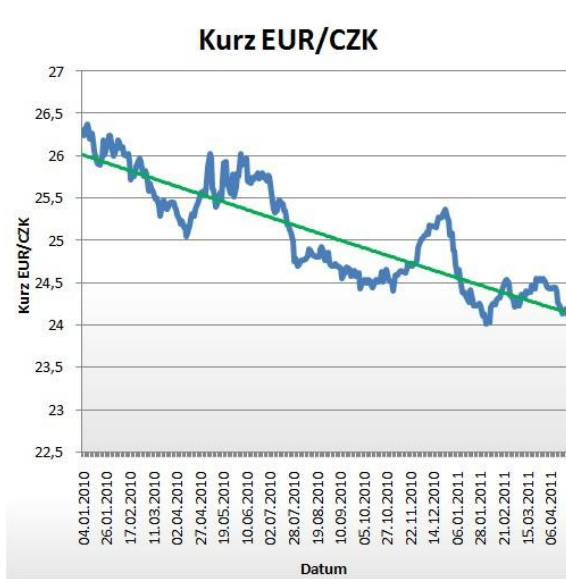
Celkový počet zaměstnaných v roce 2010 dosáhl při sezónním očištění 5 185,382 tis. osob a byl meziročně o 0,8 % nižší. Obecná míra nezaměstnanosti podle definice ILO, tedy ve věkové skupině 15-64 let, dosáhla ve 4. čtvrtletí roku 2010 7%. Pozitivní vývoj lze sledovat v oblasti produktivity práce ve zpracovatelském průmyslu, kde produktivita vlivem celkové zaměstnanosti a hrubé přidané hodnoty v roce 2010 stoupla o 19,8 % oproti roku 2009. Celková produktivita práce pak vzrostla o 6,8 %. V evropském srovnání produktivity práce však stále zaostáváme za průměrem zemí EU, v roce 2009 dosahovala produktivita na pracovníka necelých 73 % průměru EU 27 a ve srovnání s vyspělými zeměmi EU 15 přibližně 66 %. [22]

Schodek státního rozpočtu se v roce 2010 snížil na 156,4 mld. Kč oproti krizovému roku 2009, kdy byl dokonce na úrovni 192,4 mld. Kč. V poměru k nominálnímu HDP činil schodek 4,3 % oproti 5,3 % v roce 2009. Takto výrazné snížení bylo způsobeno zejména škrty, které snížily celkové výdaje o 56 mld. Kč proti již upravenému rozpočtu. Naopak po celý rok 2010 neodpovídal výběr daní tempu růstu ekonomiky, což bylo způsobeno především zaostáváním inkasa spotřebních daní a DPH, částečně také dani z příjmů právnických osob.

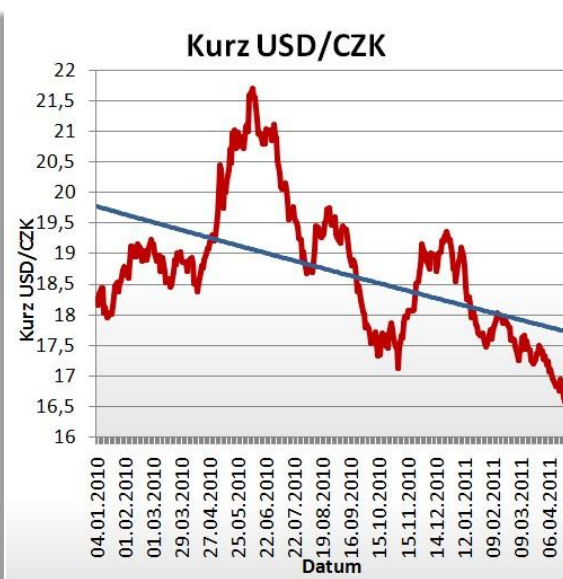
V oblasti zahraničních investic došlo k velmi výraznému přílivu kapitálu ve formě přímých investic, které oproti roku 2009 stouply o 132 % na téměř 130 mld. Kč. Odliv dividend do zahraničí v roce 2010 činil 170,3 mld. Kč, ponechaná část zisku k reinvesticím byla na úrovni 83 mld. Kč, což představuje nárůst o 23,9 %. Reinvestované zisky v ČR rostou již třetí rok po sobě.

Další sledovanou oblastí jsou devizové kurzy české měny proti americkému dolaru a euru. Společnost ZKL přibližně 3/4 své produkce vyváží do zahraničí a kurz EUR/CZK respektive USD/CZK značně ovlivňuje hodnotu zakázky pro odběratele

a tím také konkurenceschopnost výrobků ZKL. V následujících grafech je znázorněn vývoj kurzů od počátku roku 2010 do dubna roku 2011.



Graf 3: Kurz EUR/CZK [15]



Graf 2: Kurz USD/CZK [15]

Během sledovaného období česká koruna k americkému dolaru a zejména k euru výrazně posilovala. Začátkem roku 2010 byl kurz EUR/CZK a USD/CZK na úrovni 26,300 respektive 18,275 a 22. 4. 2011 již 24,130 respektive 16,582. Během příštích měsíců lze očekávat další mírné posílení české měny, dle aktuální prognózy ČNB by kurz EUR/CZK v roce 2012 měl dosáhnout průměrně hodnoty 23,7.

2.2.1.4 Technologické faktory

Podnik ZKL Brno vzhledem k charakteru poptávky rozšiřuje produktové portfolio o různé druhy velkorozměrových ložisek, jejichž výroba vyžaduje podstatně náročnější výrobní technologie a procesy. Na původních strojích by nebylo možné požadované produkty vyrobit nebo by jejich výroba byla velmi nákladná. Díky novým technologiím je však možné vyrobit ložiska až do průměru 1600 mm. Proto podnik v posledních letech prováděl významné investiční projekty za účelem získání sofistikovaných a také velmi nákladných obráběcích strojů, společně s neustálými inovacemi výrobního procesu.

Díky novým technologiím v oblasti ERP lze také podstatně zefektivnit komunikaci a veškeré procesy uvnitř firem. Podnik ZKL Brno využívá informační

system od společnosti SAP - Business Suite, který v rámci integrace procesního řízení bude v budoucnu zaveden napříč celým koncernem ZKL. Další oblastí technologických faktorů je dostupnost softwarových programů pro účely výzkumu a vývoje nových ložisek, které jsou stále zdokonalovány a umožňují tak vznik ještě kvalitnějších produktů. V neposlední řadě díky moderním technologiím lze jednoduše a efektivně prezentovat produkty kdekoli na světě a díky neustálé modernizaci v oblasti logistiky je také rychle a bezpečně dopravit konečnému zákazníkovi. Obecně lze konstatovat, že pro společnost ZKL Brno je životně důležité, aby držela krok s technologickou úrovní produktů zahraniční konkurence, a proto musí neustále provádět potřebné inovace a monitorovat vývoj strojírenských technologií.

2.2.1.5 Ekologické faktory

Ekologicky šetrný výrobní proces i výrobky jsou stále více žádány nejen společnostmi obecně, ale také stakeholdery firmy - odběrateli, dodavateli, zaměstnanci, věřiteli apod. Zejména v západním světě se klade velký důraz na tzv. corporate social responsibility – společenskou odpovědnost organizací, do které spadá i odpovědnost za stav životního prostředí a trvale udržitelný rozvoj. Tento zájem lze čím dál více pozorovat také v České republice a v blízké budoucnosti také v dalších státech východní Evropy. Lze očekávat, že v příštích letech bude zodpovědné chování firem ceněno stejnou vahou jako je dnes ceněna schopnost firmy generovat zisk. O tom svědčí také zájem firem o obdržení certifikátu ISO 14001, který potvrzuje kvalitu environmentálního managementu a certifikátu společenské odpovědnosti SA 8000.

2.2.2 Porterova analýza

2.2.2.1 Stávající konkurence v odvětví

Společnost ZKL Brno je největší český výrobce valivých ložisek působící na tuzemském trhu, který těží z dlouholeté tradice výroby a vlastního výzkumu a vývoje. Mezi českými výrobci nemá podnik výraznějšího konkurenta, protože materiálově i technologicky je výroba valivých ložisek a především velkorozměrových ložisek velmi náročná. V tuzemsku působí pouze několik málo českých výrobců, kteří se zaměřují na atypická ložiska a zakázkovou výrobu, jmenovitě se jedná o firmu VUVL,

a.s., která má částečně společnou historii s podnikem ZKL Brno, a SLB, s.r.o., které shodou okolností působí také v Brně, respektive v Brněnských Ivanovicích, a společnost GTW Technik s.r.o. a GTW Bearings, s.r.o. Vzhledem ke stále se zvyšující globalizaci se mezi hlavní konkurenty společnosti ZKL Brno řadí přední světoví výrobci, mezi které patří například společnosti SKF Group, FAG, Timken, NTN-SNR, NSK, Koyo nebo Rollway – USA. Jedná se o společnosti s mezinárodní působností, velmi silným zázemím a dlouholetou tradicí kontinuální výroby a vývoje. Pro český průmysl je tedy velmi pozitivní, že mezi tyto společnosti lze zařadit i podnik ZKL Brno, který dokáže těmto světovým gigantům konkurovat. Díky neustálým výrobním inovacím a investicím do strojního vybavení jsou produkty společnosti ZKL Brno kvalitativně srovnatelné s výrobky světové konkurence.

V České republice a také na Slovensku mají produkty ZKL velmi dobrou pověst, stále odběratele a ZKL je vnímána jako tradiční zavedená značka, konkurenční pozice podniku je zde tedy vynikající. Naopak na globálních trzích je konkurenční rivalita velká a společnost ZKL Brno musela tvrdě pracovat na tom, aby se dostala do širokého povědomí jako výrobce valivých ložisek kvalitativně srovnatelných s největšími konkurenty. Vzhledem k neustále rostoucímu objemu zakázek ze zahraničí a současně zvyšujícímu zájmu odborné veřejnosti na významných mezinárodních strojírenských veletrzích a výstavách lze soudit, že společnost ZKL Brno patří mezi světovou elitu v oblasti výroby valivých ložisek.

2.2.2.2 Vyjednávací síla odběratelů

Mezi hlavní odběratele produktů podniku ZKL Brno patří především velké podniky různorodých průmyslových odvětví a dopravy. V energetickém odvětví patří mezi největší zákazníky společnost ČEZ a Dalkia, které odebírají například komponenty do větrných elektráren, uložení turbín, čerpadel, horkovzdušných ventilátorů apod. Dalšími velkými odběrateli jsou společnosti působící v oblasti těžby a zpracování surovin, jedná se například o společnosti OKD, ArcelorMittal, Mostecká uhelná, atd. V oblasti těžkého strojírenství a hutnictví jsou to například společnosti Wikov, Šmeral, ISPAT Nová Huť nebo Sandvik. Mezi důležité zákazníky patří také podniky v oblasti železniční dopravy, jako jsou Pars Nova, Škoda Transportation, Škoda Electric, Movo, Deutsche Bahn, TBA, ale také podniky vyrábějící zemědělskou techniku, například

Agrostroj Pelhřimov, Vassalli, Mainero a další. Z výše uvedených informací je zřejmé, že zákazníci podniku ZKL Brno jsou převážně velké a respektované tuzemské nebo zahraniční společnosti, jejichž vyjednávací síla je velká. Na druhou stranu podnik ZKL Brno je stále jediným, významným a velkým výrobcem atypických velkorozměrových ložisek ve střední a východní Evropě, tedy v zóně, která je v porovnání s ostatním světovými výrobcí méně náročná na mnohé druhy nákladů. I díky této skutečnosti je hlavním argumentem pro nákup produktů ZKL Brno nižší cena, navíc se zachováním stejné kvality jakou disponuje konkurence.

Z technického pohledu má však podnik ZKL Brno jediného odběratele a to sesterskou obchodní organizaci ZKL Bearings CZ, a.s., která zajišťuje oblast prodeje, podpory a obsluhy konečného zákazníka a také spravuje síť autorizovaných distributorů. V nejvýznamnějších světových teritoriích (Jižní Amerika, Indie, Čína) pak zajišťují prodej a podporu přímo dceřiné společnosti koncernu ZKL. Vyjednávací síly jsou tedy naprosto vyrovnané a odběratel i dodavatel jsou závislí na vzájemné kooperaci, která by měla být prováděna za účelem vzájemného konzistentního růstu.

2.2.2.3 Vyjednávací síla dodavatelů

Jakost a výkon produktů společnosti ZKL Brno se bezpodmínečně odvíjí od kvality dodávaných materiálů. Proto jsou požadavky k dodavatelům a nakupovaným surovinám velmi přísné. Nákup materiálu je řízen centrálně pro všechny společnosti v rámci koncernu ZKL. Každý dodavatel musí projít výběrovým řízením, ve kterém je hodnocena schopnost splnit zadání společnosti ZKL z pohledu kvality dodávaných materiálů, objemu, dodržování termínů, případně rychlosti vyřízení reklamací apod.

Z výše uvedených důvodů podnik ZKL Brno spolupracuje především se stálými a prověřenými dodavateli, které ze strategických důvodů nemohou být uvedeny. Vzhledem k velkému objemu nákupů má podnik ZKL Brno velmi dobrou vyjednávací pozici a možnost využívat zvýhodněných nabídek dodavatelů.

2.2.2.4 Hrozba vstupu nových firem

Hrozba vstupu nových konkurentů je velmi malá. Výroba valivých ložisek je technologicky náročná a vznik nového podniku, který by vyráběl tyto produkty, by byl nutně spojen s velmi vysokými vstupními náklady a také poměrně vysokými fixními

náklady. Návratnost takové investice by pak byla značně zdlouhavá. Výše uvedené platí nejenom pro český trh, ale také pro trh celosvětový.

2.2.2.5 Hrozba vstupu nových substitutů

Charakteristika vyráběných produktů společnosti ZKL Brno zaručuje minimální hrozbu vstupu nových substitutů. Valivá ložiska jsou velmi specifickým produktem, jehož základní princip zůstává po desetiletí neměnný. Výrazně se však mění kvalita a možnosti těchto výrobků z pohledu stálosti, pevnosti, velikosti, nosnosti, dlouhé životnosti a výkonu. Podnik ZKL Brno se navíc stále více specializuje na velkorozměrová ložiska pro energetiku a těžební průmysl, pro které platí nenahraditelnost novými substituty dvojnásob.

2.2.3 SWOT analýza

- **Silné stránky**

- + Dlouholetá tradice a kontinuální výroba,
- + vlastní výzkumné a vývojové středisko v sesterské společnosti,
- + vlastní vyspělé technologie a know-how,
- + četné inovace výrobního procesu a produktů,
- + dobrá pověst značky ZKL v tuzemsku i zahraničí,
- + silné zázemí koncernu ZKL,
- + stabilní pozice na tuzemském trhu,
- + vlastní sesterské obchodní společnosti na nejvýznamnějších zahraničních trzích,
- + obchodní zastoupení na zahraničních trzích,
- + stálí a spolehliví dodavatelé,
- + široké spektrum stálých odběratelů,
- + standard Investors in People potvrzující vysokou úroveň řízení lidských zdrojů,
- + stabilní zaměstnanost na strategických pozicích v podniku,
- + neexistence substitutů pro vyráběné produkty,
- + výroba uskutečňována v nízkonákladové oblasti vůči konkurenci,
- + certifikovaný systém řízení jakosti EN ISO 9001:2008 od renomovaného certifikačního orgánu TÜV SÜD Slovakia a další certifikace opravňující podnik ZKL Brno k dodávkám významným odběratelům,

- ✚ úspěšné zavedení nové generace ložisek NEW FORCE,
- ✚ ochranná známka ZKL a NEW FORCE zavedena na všech hlavních světových trzích.

- **Slabé stránky**

- ✗ Zajištění odbytu jediným odběratelem.

- **Příležitosti**

- ↑ Možnost účasti na mezinárodních strojírenských veletrzích → prezentace vlastních produktů a získání zákazníků z nejrůznějších částí světa,
- ↑ významný růstový potenciál na trzích východní Evropy, Číny, Indie a Jižní Ameriky,
- ↑ nové technologie v oblasti zpracování materiálu,
- ↑ vysoká pozitivní citlivost na hospodářskou expanzi,
- ↑ možnost čerpání dotací ze strukturálních fondů EU a z programů MPO ČR na podporu výzkumu a vývoje,
- ↑ udržení kvalifikované pracovní síly z důvodu vysoké míry nezaměstnanosti.

- **Hrozby**

- ↓ Následky případných špatných výsledků sesterských společností spadají i na samotný podnik,
- ↓ pokračování světové ekonomické krize - křivka „W“,
- ↓ vysoká citlivost na hospodářskou recesi,
- ↓ rostoucí ceny materiálu,
- ↓ rostoucí ceny energií,
- ↓ volatilita měnových kurzů – posilování české měny vůči euru a americkému dolaru,
- ↓ vyjednávací síla odběratelů,
- ↓ zhoršená platební morálka odběratelů zapříčiněná ekonomickou krizí,
- ↓ nedostatek kvalifikované pracovní síly v příštích letech z důvodu stárnutí populace a preference ostatních studijních oborů.

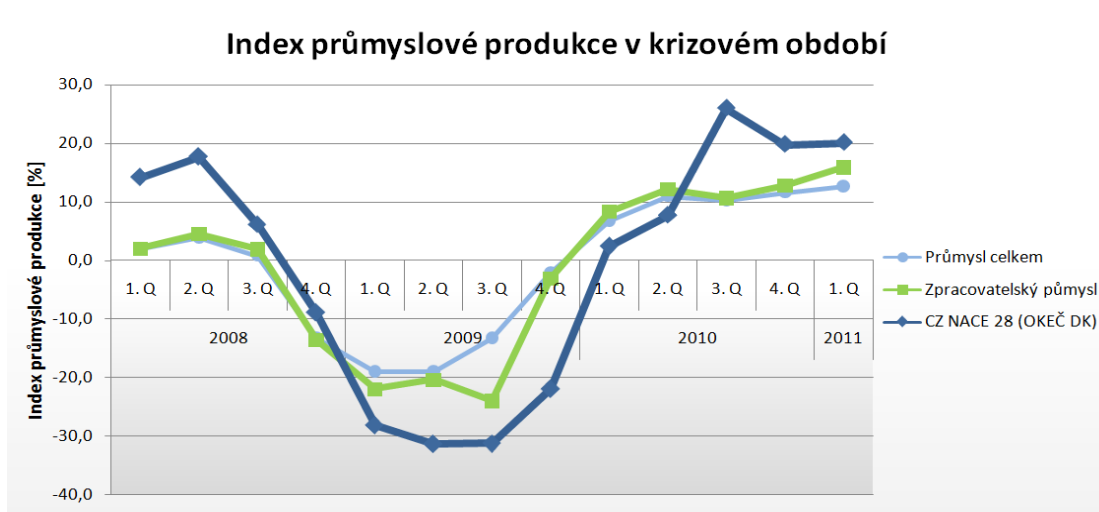
2.2.4 Relevantní trh a jeho prognóza

Tuzemská ekonomika prošla v posledních třech letech složitým vývojem. V současných globálně propojených ekonomikách se negativní působení celosvětové hospodářské krize nevyhnulo ani České republice, i když naše ekonomika na rozdíl od většiny západních zemí poměrně dlouho odolávala. Světová finanční krize se začala projevovat na reálné ekonomice České republiky přibližně od podzimu roku 2008, kdy ve 4. čtvrtletí vzrostl hrubý domácí produkt meziročně pouze o 0,7%, celoročně o 2,5 %. Negativní dopad měla krize zejména na celkovou poptávku a investiční činnost na exportně orientovaných trzích, mezi které patří také česká ekonomika. Hlavním odbytištěm tuzemské produkce jsou země Evropské unie (cca 85 % exportu ČR), kde v závěru roku 2008 došlo ke zpomalení růstu hrubého domácího produktu všech zemí. HDP EU-27 tak vzrostl za celý rok 2008 meziročně pouze o 0,5 %, ve 4. čtvrtletí však poklesl o 1,3 %. Tento pokles ekonomické aktivity se nutně musel promítnout také na české ekonomice, která je vysoce otevřená a zpracovatelsky orientovaná, s největším podílem průmyslu na hrubém domácím produktu ze všech zemí EU, který v roce 2008 představoval 31,4 % celkového HDP ČR. Proexportně orientovaný zpracovatelský průmysl, který byl v předchozím období nejvýznamnějším generátorem hospodářského růstu, se v druhé polovině roku 2008 dostával do útlumu a ve 4. čtvrtletí poklesla jeho hrubá přidaná hodnota meziročně o 2,6 %. Tempo růstu průmyslové produkce se snížilo meziročně na 0,4 %. Dalším signálem nepříznivého vývoje průmyslu byl meziroční pokles celkových nových zakázek o 5,9 %, z toho zahraniční zakázky se snížily o 8,4 % a domácí o 1,4 %. V zemích EU došlo v roce 2008 k poklesu průmyslové produkce přibližně o 1,5 %. [27]

V roce 2009 ekonomika České republiky tvrdě pocítila negativní dopad globální hospodářské recese. Po deseti letech nepřetržitého růstu poklesl hrubý domácí produkt ČR meziročně o 4,1 %, což představuje nejhlubší propad v novodobé české historii. Hrubý domácí produkt Evropské unie se meziročně snížil o 4,2 %. Tuzemská ekonomika dosáhla svého dna v 1. čtvrtletí, ale již začátkem 3. čtvrtletí začala mírně narůstat a ve 4. čtvrtletí v porovnání s předchozím čtvrtletím vzrostla o 0,7 %. Český průmysl prohluboval svůj propad zejména v prvních pěti měsících roku 2009, přibližně od poloviny roku se pokles výroby zmírňoval a v prosinci se produkce vrátila po 14 měsících do černých čísel, když meziročně vzrostla o 1,8 %, celkově však došlo

k propadu českého průmyslu o 13,4 %, tržby průmyslových podniků se v roce 2009 snížily o 12 %. Průmyslová výroba v zemích EU se v roce 2009 propadla meziročně o 13,9 %. [28]

Nejaktuálnější data odhadují celkový růst HDP ČR pro rok 2010 na 2,2 %. Česká ekonomika tak po roce vystoupila z krize a hlavním tahounem v následujícím období byl právě zpracovatelský průmysl, kterému značně pomohla zejména zlepšující se hospodářská situace Německa, která je díky silné provázanosti našich ekonomik pro vývoj českého průmyslu zásadní. Během prvního čtvrtletí roku 2010 vzrostla hodnota nových průmyslových zakázek ze zahraničí meziročně o 14,9 %, celkových zakázek pak o 11,7 %. Dvouciferným tempem se zvyšovaly také tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Výborné výsledky průmyslu jsou také ovlivněny nízkou základnou z předcházejícího roku. Příznivý vývoj tuzemské ekonomiky pokračoval i v 2. a 3. čtvrtletí. Hrubý domácí produkt ve 3. čtvrtletí patřil do první třetiny nejrychleji rostoucích zemí Evropské unie. Růst hrubého domácího produktu 27 zemí Evropské unie se v roce 2010 ustálil na úrovni 1,8 %. Následující graf zobrazuje kvartální indexy průmyslové produkce od počátku krizového období do současnosti, z vývoje indexů je zřejmý výrazný propad výroby v období mezi 4. čtvrtletími let 2008 a 2009. V odvětví CZ NACE 28 se snížení produkce projevilo o něco později, ale následný propad byl podstatně hlubší než průměr celého průmyslu. Odvětví výroby strojů a zařízení j.n. se z recese vymanilo s téměř tříměsíčním zpožděním, následný růst byl naopak vyšší. Vývoj indexů průmyslové produkce tak potvrzuje zvýšenou citlivost odvětví CZ NACE 28 na investiční činnost podniků, která byla v období recese potlačena.



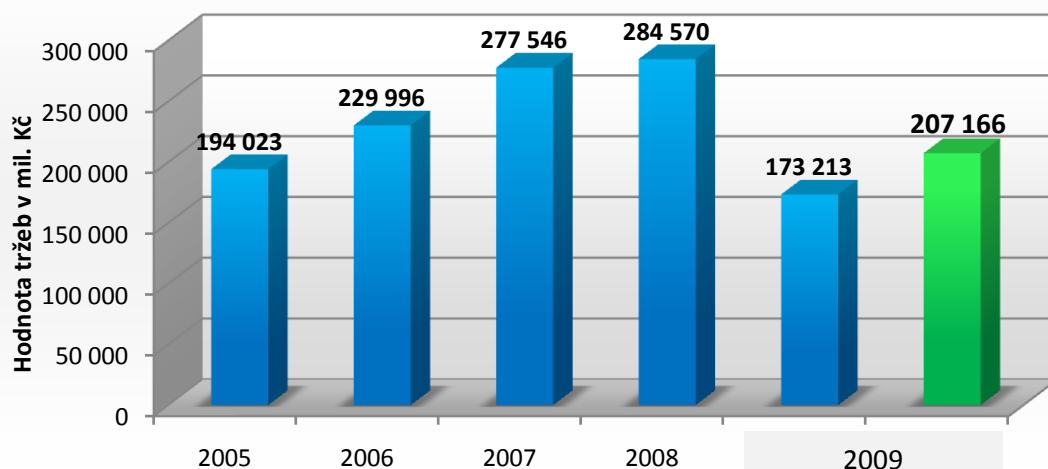
Graf 4: Index průmyslové produkce v krizovém období [20]

Odvětví CZ NACE 28 - výroba a opravy strojů a zařízení j.n., do kterého spadá oceňovaný podnik ZKL Brno patří tradičně k významným odvětvím tuzemské ekonomiky s dlouholetou tradicí. Vzhledem ke skutečnosti, že zahrnuje širokou oblast výroby nutnou pro různorodé investice, je také indikátorem budoucího stavu a dalšího rozvoje českého hospodářství. V roce 2009 zaznamenalo toto odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu největší meziroční pokles 27,2 % a na celkových tržbách průmyslu se tak podílelo 6,7 %. Hlavním faktorem ovlivňujícím výrazný pokles v daném odvětví je snížení zahraniční poptávky a investiční aktivity podniků zapříčiněné hospodářskou krizí.

Vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku ZKL Brno je velmi důležitou součástí projektu ocenění, díky kterému získám relevantní podklady pro vypracování finančního plánu. Na trh společnosti ZKL Brno bude nahlíženo z pohledu klasifikace ekonomických činností CZ NACE, která jej řadí do skupiny do skupiny 28 – výroba strojů a zařízení jinde neuvedených (podskupina 28.15 – výroba ložisek, ozubených kol, převodů a hnacích prvků) a do skupiny 25 – výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení (podskupiny 25.62 – obrábění a 25.72 – výroba zámků a kování). Dle převažující činnosti se zaměřím na skupinu CZ NACE 28, v bývalém členění OKEČ se jedná o skupinu DK respektive 29 – a podskupinu 29.14 - výroba a opravy ložisek, ozubených kol, převodů a jejich dílů.

Výchozím krokem je odhad velikosti relevantního trhu, který stanovím dle objemu tržeb za vlastní výrobky a služby v daném segmentu. Tato data jsou čerpána z analytických materiálů a statistik MPO ČR a ČSÚ. Nejpodrobnější členění průmyslových odvětví zahrnuje pouze skupiny, budeme tedy vycházet z tržeb skupiny CZ NACE 28, v minulých letech OKEČ skupiny DK (29). V následujícím grafu je uveden vývoj celkových tržeb za vlastní výrobky v odvětví. Výsledné tržby v roce 2009 jsou ovlivněny změnou metodiky stanovení tržeb, do roku 2008 reprezentovaly tržby výsledky organizací s 20 a více zaměstnanci, od roku 2009 se zahrnují pouze tržby organizací s 50 a více zaměstnanci. Z toho důvodu jsou uvedeny tržby za rok 2009 také přepočtené dle procentuálního snížení tržeb v daném odvětví oproti roku 2008 uváděného Českým statistickým úřadem ve výši -27,2 % (zelený sloupec). Výsledná hodnota není zcela přesná, ale má vyšší vypovídací schopnost vzhledem k užívané metodice v předchozích letech.

Tržby v odvětví CZ NACE 28



Graf 5: Tržby za vlastní výrobky a služby v odvětví dle klasifikace CZ NACE skupiny 28 [26]

V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty tržeb za vlastní výrobky a služby v odvětví a tržby oceňovaného podniku ZKL Brno společně s relativním tržním podílem. Jak jsem již uvedl výše, podrobnější členění tržeb na podskupiny bohužel není dostupné, proto je vypovídající hodnota reálného tržního podílu značně zkreslená. Oblast činnosti společnosti ZKL Brno spadá do podskupiny 28.15 – výroba ložisek, ozubených kol, převodů a hnacích prvků. Tržní podíl na relevantním trhu by byl podstatně vyšší. Z dostupných dat však lze například sledovat vývoj tržního podílu, jehož celkový nárůst během sledovaného období je pro podnik ZKL pozitivní, stejně tak průměrné tempo růstu tržeb podniku je vyšší než průměrné tempo růstu tržeb v odvětví.

Tabulka 6: Hodnota tržeb v odvětví a za podnik ZKL Brno v mil. Kč [18, 20, 26]

Období	CZ NACE 28	Tempo růstu	ZKL Brno	Tempo růstu	Podíl na trhu	Tempo růstu
2005	194 023	-	518,889	-	0,267%	-
2006	229 996	18,5%	616,086	18,7%	0,268%	0,2%
2007	277 546	20,7%	653,412	6,1%	0,235%	-12,1%
2008	284 570	2,5%	882,618	35,1%	0,310%	31,7%
2009	207 166	-27,2%	605,267	-31,4%	0,292%	-5,8%

2.2.4.1 Analýza atraktivity trhu

- **Růst trhu**

Pro hodnocení růstového potenciálu trhu vycházím z informací uvedených v SLEPTE analýze, Porterově analýze a analýze relevantního trhu. Z minulého vývoje je zřejmé, že odvětví CZ NACE 28 je značně citlivé na celkový stav ekonomiky České republiky, respektive Evropské unie, podobně jako vývoj tržeb oceňovaného podniku ZKL Brno. Vzhledem k faktu, že dané odvětví zahrnuje širokou oblast výroby nutnou pro různorodé investice, je také indikátorem budoucího stavu a dalšího rozvoje českého hospodářství. Pokles i růst hrubého domácího produktu navíc vyvolává multiplikační efekt na celkový pokles, respektive růst odvětví CZ NACE 28. Provedená korelační analýza výše uvedenou tezi potvrdila. Byla zjištěna velmi silná závislost mezi vývojem tržeb zpracovatelského průmyslu a hrubého domácího produktu České republiky, kdy koeficient korelace činí 97,32 %. Koeficient korelace mezi zpracovatelským průmyslem a odvětvím CZ NACE 28 je ještě vyšší, a to 99,14 %. Závislost mezi vývojem indexu tržeb za vlastní výrobky a služby v odvětví CZ NACE 28 a meziroční změnou hrubého domácího produktu vyjadřuje koeficient korelace na úrovni 89,36 %, což představuje také výraznou provázanost těchto dvou ukazatelů.

Předpokládám, že minulé souvislosti mezi vývojem HDP ČR a odvětví CZ NACE 28 budou zachovány i v budoucnu. Na základě výše uvedených skutečností lze prognózu dalšího vývoje trhu odvodit z prognózy vývoje hrubého domácího produktu České republiky. Budeme vycházet z predikce Ministerstva financí České republiky uvedené v dubnu roku 2011. Pro výpočet tržeb v odvětví byla použita regresní analýza pro data z let 2000 - 2007, z které jsme získali následující rovnici:

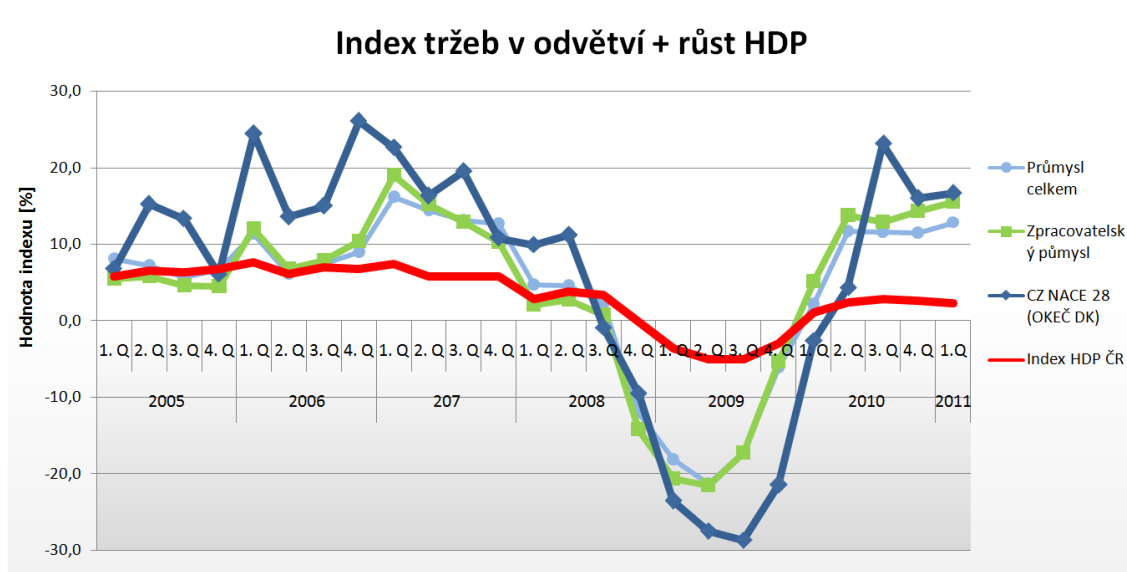
$$T = 0,127 * HDP - 181,088$$

Kde: T = Tržby za vlastní výrobky a služby v odvětví CZ NACE 28

HDP = Hrubý domácí produkt ČR v daném roce

Pro určení regresní přímky jsem vycházel z let 2000 až 2007, abych „očistil“ získanou rovnici o nepřírozené vlivy z období hospodářské recese, které by zkreslovaly výsledné hodnoty tržeb v odvětví. V následující tabulce jsou uvedeny predikované tržby pro roky 2010 – 2014 za odvětví CZ NACE 28. Prof. Mařík doporučuje nespoléhat se mechanicky jen na regresní analýzu, ale případně mírně poupravit výslednou prognózu,

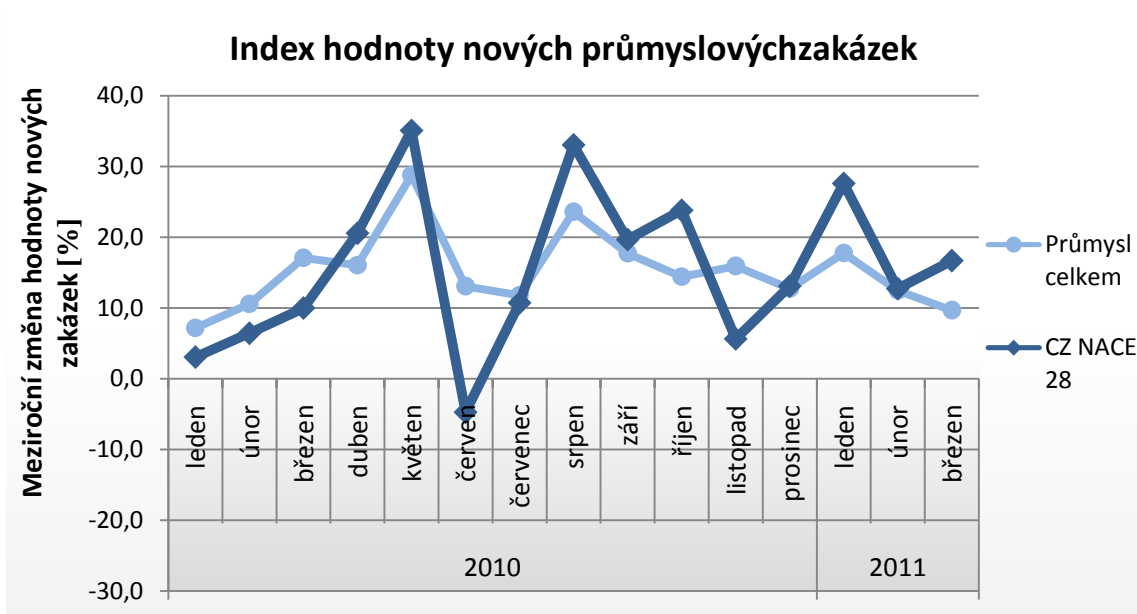
aby co nejlépe odpovídala ekonomické realitě. Proto mírně upravím tempo růstu tržeb v odvětví podle minulých zkušeností, které prokázaly multiplikační efekt tempa růstu nebo poklesu hrubého domácího produktu na růst či pokles tržeb v odvětví CZ NACE 28. To potvrzuje také následující graf, který přehledně znázorňuje vývoj kvartálního indexu tržeb v odvětví a zpracovatelském průmyslu společně s vývojem reálného HDP. Minulý vývoj zřetelně prokazuje zvýšenou citlivost indexu tržeb v odvětví na index HDP ČR.



Graf 6: Vývoj indexu tržeb v odvětví CZ NACE 28 a indexu reálného HDP ČR za období 2005 – 1.Q 2011 [20, 26]

Na základě provedené regresní analýzy tedy bude přičteno k tempu růstu tržeb, které jsem získal z rovnice regresní přímky, výběrovou hodnotu 3,77 získanou z regresní analýzy. Výsledné tempo růstu tak daleko lépe odpovídá ekonomické realitě a také minulému vývoji tržeb v odvětví CZ NACE 28, které v letech 2000 až 2009 průměrně rostly o 8,11 %. Prognózované průměrné tempo růstu tržeb v odvětví pro roky 2010 až 2014 je tedy na úrovni 7,22 % a odráží tak celkový pozitivní náhled na budoucí vývoj ekonomiky České republiky a Evropské unie, s kterým je fungování daného trhu provázáno. Prognózované průměrné tempo růstu je o něco nižší než minulé především z důvodu dobrých výsledků české ekonomiky v minulých 10 letech (vyjma roku 2009), s kterým byl spojen také růst odvětví CZ NACE 28, které v následujícím období tuzemská ekonomika s nejvyšší pravděpodobností nezopakuje. Přesto je predikovaný průměrný růst daného odvětví na dobré úrovni (7,22 %), a to z více důvodu. Jedním z nich je nízká základna, z které budoucí růst tržeb vychází, protože v daném odvětví

došlo v roce 2009 k výraznému propadu tržeb za vlastní výrobky a služby (-22,8 %). Dalším důvodem je výše prokázaný multiplikační efekt růstu HDP ČR na růst tržeb v tomto odvětví a v neposlední řadě nejaktuálnější data, která potvrzují pokračující růst produkce a nových zakázek v daném odvětví. Vývoj meziročního růstu zakázek za rok 2010 až první čtvrtletí 2011 je uveden v následujícím grafu, z kterého lze sledovat stálý růst hodnoty nových zakázek (kromě července roku 2010).



Graf 7: Růst hodnoty nových průmyslových zakázek v průmyslu a odvětví CZ NACE 28 [20]

Mezi východiska této pozitivní predikce řadí Ministerstvo financí České republiky zejména nárůst německého HDP o 3,6 % v r. 2010 a také nárůst HDP USA o 2,9 % společně s prognózou pokračujícího mírného růstu těchto velkých ekonomik i celé Evropské unie. V důsledku globalizace dochází k industrializaci dřívějšího rozvojového světa a vzniku početné střední třídy v těchto zemích, která má mnohem vyšší standardy a vytváří tlak na omezené zdroje. Proto se předpokládá dynamický růst rozvojových trhů, který by měl přinést zvýšení celkové poptávky. Tyto pozitivní predikce vychází z předpokladu, že nebude docházet k otřesům na světových finančních trzích.

Vývoj minulých tržeb a prognóza budoucích tržeb v odvětví jsou znázorněny v následující tabulce.

Tabulka 7: Relevantní trh a jeho predikce [18, 20, 26]

	Období	HDP ČR [mld.Kč]	Tempo růstu	CZ NACE 28 [mld.Kč]	Tempo růstu
Skutečnost	2005	2630	6,3%	194,023	-
	2006	2809	6,8%	229,996	18,50%
	2007	2982	6,1%	277,546	20,70%
	2008	3055	2,5%	284,570	2,50%
	2009	2928	-4,1%	207,166	-27,20%
Prognóza	2010	2996	2,3%	207 209	0,02%
	2011	3052	1,9%	214 029	7,33%
	2012	3121	2,3%	223 060	8,01%
	2013	3224	3,3%	236 471	9,84%
	2014	3352	4%	253 220	10,89%

- **Velikost trhu**

Velikost celkového trhu, na kterém může podnik ZKL Brno uplatnit své produkty, se dá vyjádřit v hodnotových jednotkách jen velmi těžko, protože své výrobky prodává ZKL téměř po celém světě a získat objektivní data o tak velkém množství světových trhů by bylo velmi obtížné, ne-li nemožné. Musíme se tedy spokojit pouze se slovním konstatováním, že trh společnosti ZKL Brno je celosvětový, tudíž obrovský.

- **Intenzita přímé konkurence**

Podnik ZKL Brno si na českém trhu drží výsadní postavení největšího českého výrobce ložisek a mezi tuzemskými podniky nemá sobě rovného konkurenta. Avšak na současných globalizovaných trzích se společnost ZKL Brno střetává s předními světovými výrobci, mezi které patří například společnosti SKF Group, FAG, Timken, NTN-SNR, NSK, Koyo nebo Rollway – USA. Na světovém trhu je tedy intenzita přímé konkurence silná.

- **Průměrná rentabilita odvětví**

Průměrná rentabilita vlastního kapitálu se pohybovala od 10,80 % v roce 2006 přes 13,8 % v roce 2007, 10,95 v roce 2008 a v roce 2009 došlo k dalšímu poklesu na

úroveň 8,08 %. Rentabilita v roce 2009 byla negativně ovlivněna hospodářskou krizí, protože odvětví CZ NACE 28 je značně citlivé na hospodářské cykly.

- **Bariéry vstupu**

Bariéry vstupu do odvětví, v kterém působí společnost ZKL Brno, jsou výrazné. Výroba valivých ložisek je technologicky náročná a vznik nového podniku zaměřeného na výrobu obdobných typů ložisek by byl nutně spojen s vysokými vstupními náklady.

- **Možnosti substituce**

Charakteristika vyráběných produktů společnosti ZKL Brno zaručuje minimální hrozbu vstupu nových substitutů. Valivá ložiska jsou velmi specifickým produktem, jehož charakteristiky zaručují minimální možnosti substituce. Podnik ZKL Brno se navíc stále více specializuje na velkorozměrová ložiska pro energetiku a těžební průmysl, které jsou v podstatě nenahraditelné

- **Citlivost trhu na konjunkturu**

Této problematice je věnován prostor při analýze relevantního odvětví. Bylo zjištěno, že daný trh je značně citlivý na vývoj hrubého domácího produktu ČR.

- **Struktura zákazníků**

Relevantní trh z hlediska zákazníků a konkurence může být označen za oligopol/oligopson, kdy na trhu působí pouze několik odběratelů a několik dodavatelů. Společnost ZKL Brno má technicky pouze jednoho odběratele – sesterskou společnost ZKL Bearings CZ. Mezi hlavní odběratele produktů ZKL Brno pak patří velké podniky různorodých průmyslových odvětví a dopravy, jejich počet není veliký a citlivost na ceny je spíše nižší, mají však poměrně velkou vyjednávací sílu.

- **Vlivy prostředí**

Na trh CZ NACE 28 má velmi silný vliv zejména hospodářský cyklus a aktuální stav ekonomiky dané země, který má navíc multiplikační efekt na produkci v daném odvětví v pozitivním i negativním směru.

Následující tabulka představuje shrnutí provedené analýzy atraktivity relevantního trhu ve formě, kterou uvádí prof. Mařík.

Tabulka 8: Výsledná analýza atraktivity relevantního trhu (CZ NACE 28)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				×				9
Velikost trhu	3						×		15
Intenzita konkurence	3			×					6
Průměrná rentabilita	2				×				6
Bariéry vstupu	2						×		10
Možnosti substituce	2							×	12
Citlivost na konjunkturu	2		×						2
Struktura zákazníků	2					×			8
Vlivy prostředí	2		×						2
CELKEM	-								70

Maximálně dosažitelný počet bodů je 126, obdržení počet bodů je roven 70, což představuje přibližně 55,6 %. Výslednou atraktivitu trhu tedy hodnotíme jako mírně nadprůměrnou.

2.2.5 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Na základě provedené analýzy konkurenční síly oceňovaného podniku uvádím výsledný profil konkurenční síly společnosti ZKL Brno ve formě, kterou uvádí prof. Mařík, v následující tabulce. Podnik získal 48 bodů ze 78 možných, tedy 61,5 %, tento výsledek značí, že jeho konkurenční síla je mírně nadprůměrná. Tomu odpovídá i mírný růst tržního podílu v budoucím období a předpoklad, že tento tržní podíl si podnik zachová.

Tabulka 9: Výsledný profil analýzy konkurenční síly oceňovaného podniku ZKL Brno

Kritérium	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body
	Konkurence má převahu		Průměr			Podnik má převahu		
	0	1	2	3	4	5	6	
Kvalita výrobků					×			4
Technická úroveň					×			4
Cenová úroveň						×		5
Intenzita reklamy			×					2
Výhody místa						×		5

Výhody distribuce				×				3
Image firmy					×			4
Servis a služby					×			4
Kvalita managementu				×				3
Výkonný personál					×			4
Výzkum a vývoj						×		5
Majetek a investice				×				3
Finanční situace			×					2
CELKEM								48

2.2.6 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Při vlastní prognóze tržeb oceňovaného podniku vycházím z informací a dat uvedených v analýze atraktivity trhu, v které jsem vyjádřil závislost vývoje tržeb v odvětví na vývoji hrubého domácího produktu ČR. Výsledné tržby společnosti ZKL Brno pak určím vynásobením předpokládaného tržního podílu a celkových predikovaných tržeb v odvětví CZ NACE 28. Vzhledem k tomu, že podrobnější členění tržeb na podskupiny není dostupné, je vypovídající hodnota reálného tržního podílu značně zkreslená. Oblast činnosti společnosti ZKL Brno spadá do podskupiny 28.15 – výroba ložisek, ozubených kol, převodů a hnacích prvků. Tržní podíl na relevantním trhu by byl výrazně vyšší, protože mezi výrobcí ložisek v České republice nemá ZKL Brno výraznějšího konkurenta. Následující tabulka zobrazuje minulý vývoj tržeb a prognózu relevantního trhu a tržeb společnosti ZKL Brno s jeho tržním podílem. Tržby za roky 2010 a 2011 jsou určeny na základě finančního plánu podniku sestaveného ekonomickým oddělením, který zohledňuje doposud přijaté objednávky a předpokládaný vývoj v následujících dvou letech. Tržby pro zbývající tři roky jsou určeny na základě tržního podílu společnosti ZKL Brno s přihlédnutím k růstu relevantního trhu. Průměrné tempo růstu tržeb v odvětví v letech 2000 až 2009 je na úrovni 8,11 %. Průměrné tempo růstu prognózovaných tržeb v odvětví tržeb činí 7,22 %. Tyto hodnoty jsou vysvětleny v analýze růstu relevantního trhu. Průměrné tempo růstu tržeb společnosti ZKL v letech 2005 až 2009 je na úrovni 7,13 % a prognóza pro roky 2010 až 2014 představuje průměrné tempo růstu tržeb podniku na úrovni 6,71 %.

Tabulka 10: Relevantní trh a tržby, tržní podíl společnosti ZKL Brno a jeho predikce [20,26]

	Období	HDP ČR [mld. Kč]	Tempo růstu	CZ NACE 28 [mil. Kč]	Tempo růstu	Tržby ZKL Brno [mil. Kč]	Tempo růstu	Podíl na trhu
Skutečnost	2005	2 630	6,30%	194 023	-	518,889	-	0,27%
	2006	2 809	6,80%	229 996	18,50%	616,086	18,70%	0,27%
	2007	2 982	6,10%	277 546	20,70%	653,412	6,10%	0,24%
	2008	3 055	2,50%	284 570	2,50%	882,618	35,10%	0,31%
	2009	2 928	-4,10%	207 166	-27,20%	605,267	-31,40%	0,29%
Prognóza	2010	2 996	2,30%	207 209	0,02%	579,007	-4,34%	0,28%
	2011	3 052	1,90%	214 029	7,33%	631,861	9,13%	0,30%
	2012	3 121	2,30%	223 060	8,01%	682,479	8,01%	0,31%
	2013	3 224	3,30%	236 471	9,84%	749,662	9,84%	0,32%
	2014	3 352	4,00%	253 220	10,89%	831,272	10,89%	0,33%

2.2.7 Shrnutí strategické analýzy

Na základě provedené strategické analýzy hodnotím výnosový potenciál podniku jako přijatelný a celkovou perspektivu podniku jako uspokojivou. Společnost ZKL Brno prošla velmi složitým obdobím způsobeným celosvětovou hospodářskou krizí se ctí. Zvládnutí této nepříznivé situace je o to cennější, že relevantní trh podniku je na hospodářskou konjunkturu velmi citlivý a jakýkoliv pokles hrubého domácího produktu se negativně projeví na poptávce a investiční náladě většiny podniků představujících odběratele výrobků ZKL Brno. Pokles i růst hrubého domácího produktu tak vyvolává multiplikační efekt na celkový pokles, respektive růst daného odvětví CZ NACE 28.

Vzhledem k aktuálním predikcím vývoje hrubého domácího produktu České republiky i Evropské unie předpokládám také pozitivní vývoj relevantního trhu a celkové hospodářské situace oceňovaného podniku ZKL Brno.

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza je důležitým nástrojem pro hodnocení aktuálního finančního zdraví oceňované společnosti ZKL Brno, poukazuje na silné a slabé stránky v hospodářské a finanční oblasti podniku a současně hodnotí vývojové tendence sledovaných výsledků v čase. Tímto nám finanční analýza pomáhá určit směr budoucího vývoje oceňovaného podniku, a zda splňuje požadavek „going concern“. Při zpracování finanční analýzy jsem vycházel z nejaktuálnějších dostupných informací, tedy rozvahy a výkazu zisku a ztráty za roky 2005, 2006, 2007, 2008 a 2009. Pro výpočet ukazatelů byla použita metodika Ministerstva průmyslu a obchodu pro případné srovnání výsledných hodnot s oborovými průměry.

2.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýzu absolutních ukazatelů provádím pomocí vertikální a horizontální analýzy, která je uvedena v přílohách jako příloha P I a P II. Interpretace výsledků nám poskytuje důležité informace o struktuře majetku podniku ZKL Brno a jeho výnosech a nákladech.

2.3.1.1 Analýza rozvahy

Během sledovaného období došlo k celkovému nárůstu majetku podniku z 882 mil. Kč na 1 135 mil. Kč, tedy nárůst o 28,6 %. Toto navýšení bylo způsobeno především investicemi do dlouhodobého hmotného majetku, kdy společnost reagovala na zvýšenou poptávku po atypických a velkorozměrových ložiskách. Pro jejich technologicky velmi náročnou výrobu bylo nutné pořídit nové stroje a zrekonstruovat některá obráběcí centra v podniku. Investice do modernizace výroby dosáhla hodnoty 105 485 tis. Kč a další modernizace bude pokračovat až do roku 2012. Snížení dlouhodobého majetku v posledním sledovaném roce bylo způsobeno odprodejem strojního zařízení sesterské společnosti ZKL Hanušovice a likvidací opotřeбенého majetku.

Z vertikální analýzy je zřejmé, že poměr dlouhodobého majetku na oběžných aktivech je v posledním roce přibližně 40:60, v předchozích letech byl poměr dlouhodobého majetku ještě menší, což je vzhledem k průmyslové výrobní povaze

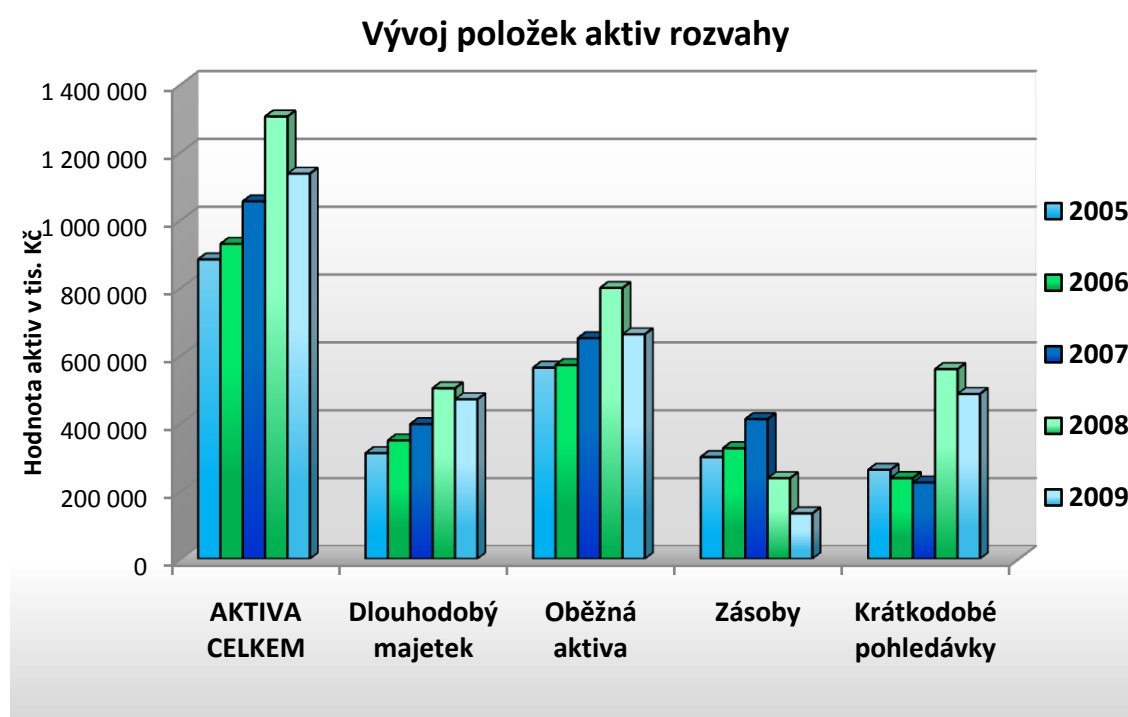
podniku odlišná hodnota, než kterou lze sledovat v odvětví, kde je průměrná hodnota dlouhodobého majetku a oběžného majetku vyrovnaná. Protože zásoby se během sledovaného období výrazně snížily, hlavní příčinou je nárůst krátkodobých pohledávek v roce 2008, kdy se zvýšily oproti předchozímu roku z 224 989 mil. Kč o 149% na 559 249 mil. Kč. Tak velké navýšení bylo způsobeno již výše zmíněnou rostoucí poptávkou

po velkorozměrových ložiskách, které bylo díky investicím možné začít vyrábět již v roce 2008, a současně jednorázovým prodejem zásob sesterské společnosti ZKL Bearings CZ.

Struktura dlouhodobého majetku zůstala během sledovaného období téměř stejná. Největší část tvořil dlouhodobý hmotný majetek a jen zanedbatelnou část tvoří dlouhodobý nehmotný a finanční majetek. Vzhledem k náročnosti výroby na know-how, existenci licencí a patentů a ochranné politiky obecně je zarážející, že výše nehmotného finančního majetku je velmi nízká. Tato skutečnost je způsobena vlastnictvím výše uvedeného nehmotného majetku sesterskou společností ZKL Výzkum a vývoj, kde má oceňovaný podnik také 33 % podíl společně s mateřskou společností ZKL, a.s.

Oběžný majetek je tvořen především zásobami a krátkodobými pohledávkami. V roce 2007 došlo ke značnému nárůstu zásob materiálu o 37 504 tis. Kč, který byl způsobem z části plánovaným nárůstem výroby, ale především kvůli komplikacím s dodávkami materiálu od významných dodavatelů, kdy částečně docházelo i k duplicitním dodávkám. Navýšila se také nedokončená výroba a polotovary o 24 702 tis. Kč z výše uvedeného důvodu. U výrobků došlo také k nárůstu a to o 23 476 tis. Kč, především z důvodu zvýšení pohotovostního stavu zásob. Během sledovaného období se objem zásob výrazně snížil díky odprodeji zásob hotových výrobků a zboží v posledních dvou letech. V roce 2009 došlo také ke snížení zásob jednicového materiálu v důsledku optimalizace nákupu v hodnotě cca 57 mil. Kč a spotřeby a dílčímu prodeji sesterské organizaci ZKL Bearings CZ v hodnotě cca 20 mil. Kč. Naopak krátkodobé pohledávky zaznamenaly výrazný nárůst, hlavní příčina je uvedena výše. Snížení krátkodobých pohledávek v posledním roce je zapříčiněné především úhradou pohledávky ze soudcovského zástavního práva z nejmenované společnosti ve výši 72 638 tis. Kč. Při srovnání s oborovým průměrem tvoří krátkodobý

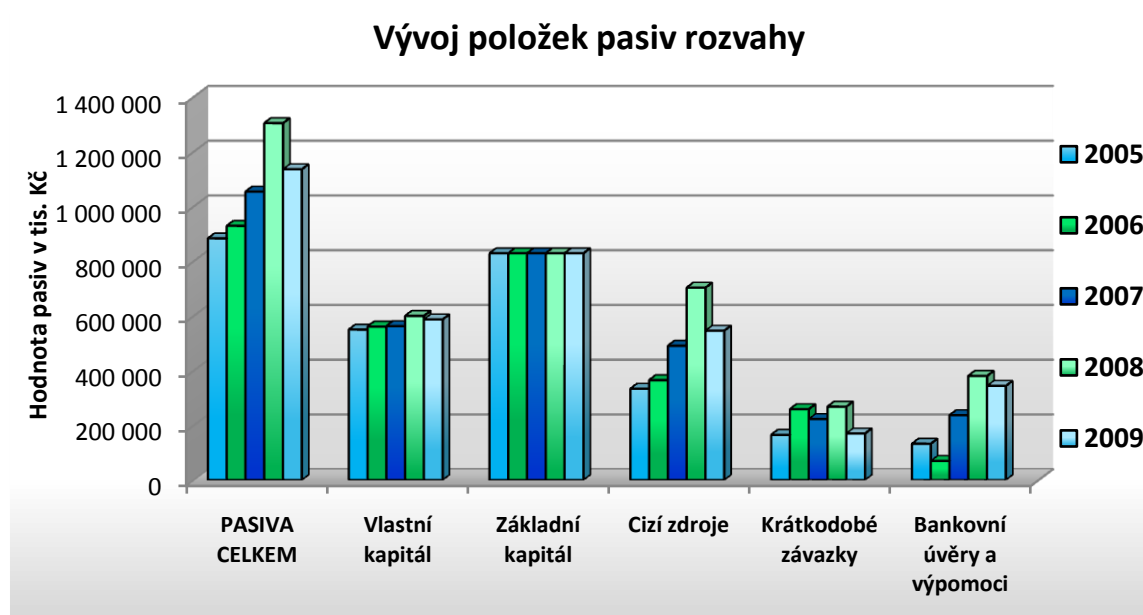
finanční majetek menší část celkových aktiv, než je obvyklé. Následující graf přehledně zobrazuje vývoj vybraných položek aktiv podniku.



Graf 8: Vývoj položek aktiv rozvahy

S celkovým nárůstem aktiv korespondoval růst cizích zdrojů, poměr vlastního a cizího kapitálu, který byl v roce 2005 přibližně 60:40, se proto během sledovaného období postupně vyrovnával a v roce 2009 byl již na úrovni cca 50 %, která odpovídá průměrným hodnotám v odvětví. Základní kapitál je během celého sledovaného období vyšší než kapitál vlastní, to je způsobeno vyrovnáváním ztráty z minulých let, která vznikla v roce 2002, kdy došlo k uvalení konkurzu na nejmenovanou společnost, ve které podnik ZKL Brno držel akcie v celkové hodnotě 190 mil. Kč. K těmto cenným papírům byla poté vytvořena opravná položka v plné výši a současně také opravná položka na pohledávky za danou společností. Neuhrazená ztráta minulých let tedy není způsobena hlavní činností podniku. Snížení vlastního kapitálu v roce 2009 bylo způsobeno zejména záporným HV ve výši - 7 945 tis. Kč. Základní kapitál zůstal během sledovaného období stejný ve výši 828 200 tis. Kč a je tvořen 12 akciemi v nominální hodnotě 41 000 tis. Kč, 12 akciemi v nominální hodnotě 100 tis. Kč a jednou akcií v hodnotě 335 000 tis. Kč. Veškeré akcie jsou na majitele a splacené.

Mezi cizími zdroji zaznamenaly výrazný růst především bankovní úvěry a výpomoci. Dlouhodobé bankovní úvěry během sledovaného období vzrostly o 128 % ze 49 312 tis. Kč na 112 468 tis. Kč. Krátkodobé bankovní úvěry dokonce o 178 % z 83 041 tis. Kč na 231 370 tis. Kč. Tento nárůst byl spojen s financováním investiční činnosti v oblasti modernizace strojního zařízení a výrobních prostor. V roce 2007 došlo ke snížení závazků ovládajícím a řídicím osobám o 81 500 tis. Kč a to z důvodu vrácení dočasně volných zdrojů alokovaných v rámci koncernu. S tím souvisí nárůst bankovních úvěrů o 167 061 tis. Kč načerpáním investičních úvěrů a kontokorentního úvěru. Pokles krátkodobých závazků v posledním roce i přes všeobecně složitou situaci způsobenou ekonomickou krizí svědčí o dobré solventnosti podniku ZKL Brno. Následující graf zobrazuje vývoj vybraných položek pasiv.



Graf 9: Vývoj položek pasiv rozvahy

2.3.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

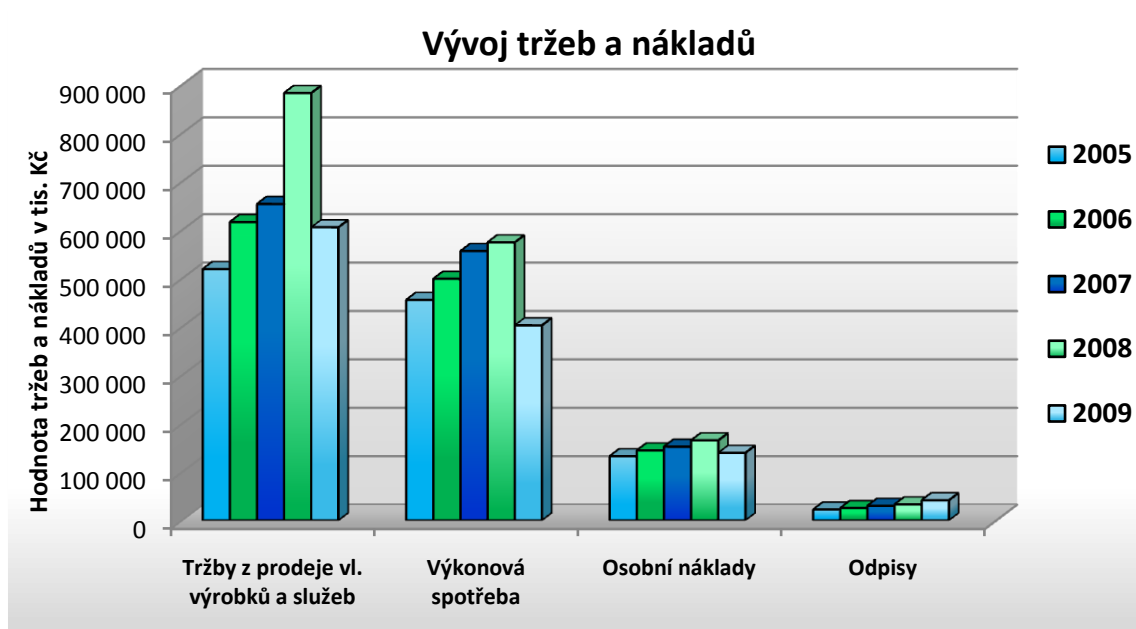
Největší část výnosů během sledovaného období tvoří tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, což svědčí o výrobním charakteru podniku. Od roku 2005 do roku 2008 tržby z prodeje vl. výrobků a služeb stabilně rostly a v tomto období se celkově zvýšily o 70 %, v roce 2008 tak dosahovaly hodnoty 882 618 mil. Kč. V roce 2009 se na výsledcích podniku již naplno projevila světová ekonomická krize, která zapříčinila výrazný pokles poptávky. Výroba se oproti roku 2008 snížila o 19,2 % a tržby klesly o 31,4 % na 605 267 tis. Kč. Stejně tak celkové výnosy společnosti do roku 2008 stabilně

rostly, v roce 2009 došlo k poklesu celkových výnosů o 30% na úroveň 758 395 tis. Kč, což je hodnota jen o málo vyšší, než celkové výnosy z roku 2005. Zajímavá je výše tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, které tvořily druhou největší složku celkových výnosů a během sledovaného období se zvyšovali až na 137 549 tis. Kč v roce 2009. Takto vysoké tržby z prodeje dl. majetku a materiálu byly zapříčiněny prodejem staršího strojního vybavení sesterským společností, případně jiným zájemcům, a optimalizací objemu materiálu. Položka aktivace představuje náradí vyrobené ve vlastní režii, které se používá jako přípravek ke strojům, zejména jako pomoc pro uchycení atypických ložisek. V roce 2008 došlo ke skokovému růstu ostatních provozních výnosů, tento nárůst způsobilo zúčtování postoupení pohledávky za sesterskou společnost ZKL Klášterec nad Ohří v účetní hodnotě 72 525 tis. Kč. Mezi ostatními provozními výnosy jsou také dotace od Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Navýšení ostatních finančních výnosů v roce 2008 bylo způsobeno výnosy z devizových obchodů v částce 36 652 tis. Kč, následné snížení v roce 2009 bylo ovlivněno úrovní zajištění kurzu EUR a USD. V roce 2008 byl uskutečněn prodej cenných papírů na nabyvatele, mateřskou společnost ZKL, a.s., v hodnotě 190 000 tis. Kč.

Největší část nákladů tvoří výkonová spotřeba, pro podnik je pozitivní, že rostla pomaleji než celkové výnosy, což vedlo k tomu, že během sledovaného období se její původně 62 % podíl na nákladech snížil na 52,6 % v roce 2009. Nárůst osobních nákladů byl mírný a v roce 2009 došlo k jejich snížení z důvodu propouštění zaměstnanců. Průměrná mzda v podniku ZKL Brno tak byla v roce 2009 na úrovni 25 207 Kč, celostátní průměrná mzda byla ve stejném období o 1 719 Kč nižší, tedy 23 488 Kč. Citelný nárůst výkonové spotřeby v roce 2007 byl způsoben z velké části růstem cen elektrické energie a mosazi, výroba se meziročně navýšila o 6 %, avšak spotřeba materiálu a energie o 59 595 tis. Kč, tedy 14,5 %. Výše nákladových úroků je dána úroky za syndikovaný úvěr ve výši 380 278 tis. Kč. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu vyplývá z postupného prodeje strojního zařízení i materiálu sesterským společností nebo ostatním odběratelům. V posledních dvou letech došlo také k výraznému nárůstu ostatních finančních nákladů, které z převážné části zahrnují kurzové rozdíly při úhradě závazků a také poplatky za syndikovaný úvěr.

Ostatní provozní náklady se v roce 2008 značně zvýšily, největší vliv na tento růst měla zůstatková hodnota postoupené pohledávky za ZKL Klášterec nad Ohří.

Další kapitola bude hlouběji zaměřena na vývoj a strukturu hospodářského výsledku. Následující graf znázorňuje vývoj tržeb v hlavní oblasti činnosti podniku a vývoj vybraných nákladů.



Graf 10: Vývoj tržeb a nákladů společnosti ZKL Brno

2.3.2 Analýza hospodářského výsledku

V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty hospodářského výsledku během sledovaného období a jeho struktura.

Tabulka 11: Struktura hospodářského výsledku společnosti ZKL Brno

VH v tis. Kč.	2005	2006	2007	2008	2009
VH za účetní období	10 453	11 112	1 735	37 200	-7 945
Provozní VH	15 966	13 261	-4 010	39 335	7 053
Finanční VH	-5 985	818	1 183	-187 168	-18 101
Mimořádný VH	211	402	220	190 183	6
VH před zdaněním a úroky	13 075	20 177	5 593	61 789	4 262
VH před zdaněním	10 192	14 481	-2 607	42 350	-11 042

Výsledek hospodaření po zdanění vykazuje během sledovaného období nerovnoměrný vývoj. Nejvyššího zisku dosáhla společnost ZKL Brno v roce 2008, kdy čistý zisk byl na úrovni 37 200 tis. Kč. Tento výsledek byl dosažen především díky výraznému

navýšení tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, které dosáhly hodnoty 882 618 mil. Kč. Podnik ZKL Brno rozšířil své výrobní portfolio o několik typů ložisek a zaměřil se zejména na výrobu velkorozměrových ložisek, které jsou stále více poptávány především průmyslovými podniky. Naopak nejhoršího výsledku dosáhl podnik v roce 2009, kdy se na výsledku hospodaření podniku již naplno projevila světová ekonomická krize, která zapříčinila výrazný pokles poptávky. Výroba se oproti roku 2008 snížila o 19,2 % a tržby klesly o 31,4 % na 605 267 tis. Kč. Výsledná hodnota provozní činnosti se díky rozšíření výrobního portfolia udržela alespoň v černých číslech, celkový zisk však negativně ovlivnil finanční výsledek hospodaření, který byl zapříčiněn úrovní zajištění kurzu EUR a USD. Záporný finanční výsledek hospodaření v roce 2008 byl způsoben strategickým prodejem cenných papírů v hodnotě 190 000 tis. Kč na nabyvatele, mateřskou společnost ZKL, a.s. a současným proúčtováním opravné položky k těmto akciím z minulých let.

2.3.3 Analýza rozdílových ukazatelů

Tabulka 12: Rozdílové ukazatele ZKL Brno

Rozdílové ukazatele v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Čistý pracovní kapitál	315 620	277 561	280 498	298 577	260 648
Čisté pohotové prostředky	-163 617	-251 719	-209 301	-266 289	-143 323
Čistý peněžně pohledávkový fond	98 817	-13 573	15 688	292 960	358 197

Výše uvedené rozdílové ukazatele hodnotí platební schopnost podniku ZKL Brno. Během sledovaného období se hodnota čistého pracovního kapitálu celkově snížila o 17,4 % na 260 648 tis. Kč. Na čistý pracovní kapitál lze nahlížet jako na tzv. „finanční polštář“ pro případ neočekávaných výdajů a jeho hodnota je i přes celkový pokles dostatečně vysoká a vzbuzuje důvěru v solventnost podniku. Oproti tomu čisté pohotové prostředky, které představují nejpřísnější kritérium likvidity (vyřadí se všechny položky, které nejsou okamžitě likvidní – zásoby, pohledávky, apod.), jsou během celého období záporné, pozitivní je pouze snížení záporné hodnoty v roce 2009, které bylo způsobeno výrazným úbytkem krátkodobých závazků. Čistý peněžně pohledávkový fond upravuje hodnoty čistého pracovního kapitálu odečtením zásob a nelikvidních pohledávek a představuje tak určitý kompromis mezi výše uvedenými rozdílovými ukazateli. Jeho hodnota se celkově výrazně zvýšila zejména v posledních

dvou letech. Toto navýšení bylo způsobeno značným úbytkem zásob, které se v roce 2008 snížily o 42,3 % na 237 678 tis. Kč a v roce 2009 dokonce o 43,7 % na 133 821 tis. Kč z důvodu odprodeje zásob sesterské společnosti ZKL Bearings CZ a optimalizace nákupu materiálu, kdy společnost začala využívat konsignačních skladů. Celkově lze hodnotit platební schopnost podniku na základě rozdílových ukazatelů pozitivně. Podnik ZKL Brno má navíc možnost využít kontokorentní úvěry, případně volné finanční prostředky v rámci koncernu ZKL, reálné pohotové prostředky jsou tak ve skutečnosti podstatně vyšší, než udává vypočtený ukazatel a ostatní hodnoty rozdílových ukazatelů jsou dostačující.

2.3.4 Analýza poměrových ukazatelů

Pro analýzu poměrových ukazatelů budou využity relevantní ukazatele z oblasti rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Vybrané výsledné hodnoty společnosti ZKL Brno jsou srovnány s oborovými průměry.

2.3.4.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability hodnotí schopnost podniku generovat zisk. V následující tabulce jsou uvedeny vypočtené hodnoty vybraných ukazatelů.

Tabulka 13: Ukazatele rentability společnosti ZKL Brno

Ukazatele rentability	2005	2006	2007	2008	2009
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	1,48%	2,17%	0,53%	4,74%	0,38%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	1,90%	1,98%	0,31%	6,21%	-1,35%
Rentabilita tržeb (ROS)	1,67%	1,52%	0,22%	3,52%	-1,07%

Rentabilita celkového kapitálu je během sledovaného období na nízké úrovni. Pro její výpočet byl použit EBIT, proto je jeho hodnota v roce 2009 na rozdíl od zbylých dvou ukazatelů kladná. Nejlepšího výsledku dosáhla společnost ZKL Brno v roce 2008. Vzhledem k objemu celkových aktiv je zisk před úroky a zdaněním podprůměrný. Rentabilita vlastního kapitálu je také velmi nízká, pouze v roce 2008 došlo k nárůstu, který v roce 2009 vystřídal propad do červených čísel. Stejně tak rentabilita tržeb byla během sledovaného období velmi nízká. Situace v odvětví v oblasti rentability byla odlišná. Do roku 2007 ukazatele rentability postupně narůstaly a v roce 2007 byla průměrná rentabilita vlastního kapitálu v odvětví 14 % a rentabilita celkového kapitálu

12,8 %. V dalších dvou letech a zejména v roce 2009 však většina podniků v tomto odvětví již pocítila dopad hospodářské krize, a tak v posledním sledovaném roce došlo ke snížení rentability na 8,85 % respektive 6,39 %.

Při pohledu na výsledné hodnoty rentability bychom na první pohled hodnotili výnosnost podniku jako velmi nízkou. Pro správné pochopení tohoto stavu je nutné uvést, jakým způsobem podnik ZKL Brno prodává své produkty. V rámci koncernu ZKL spolupracuje více sesterských společností, které se zaměřují na výrobu a výzkum a vývoj, a společnost ZKL Bearings CZ, která nakupuje veškeré produkty od společnosti ZKL Brno a dalších podniků v rámci koncernu a dále organizuje distribuci produktů a zajišťuje spolupráci s autorizovanými distributory. Vzhledem k tomuto faktu je zřejmé, že i ceny, respektive marže podniku ZKL Brno budou velmi nízké a budou přizpůsobovány především strategickým cílům koncernu ZKL jako celku.

2.3.4.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity hodnotí platební schopnost podniku, rozlišujeme tři stupně likvidity. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v následujícím grafu.

Tabulka 14: Ukazatele likvidity společnosti ZKL Brno

Ukazatele likvidity	2005	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita	2,27	1,95	1,76	1,60	1,65
Pohotová likvidita	1,06	0,83	0,64	1,12	1,32
Okamžitá likvidita	0,005	0,024	0,036	0,003	0,066

Ukazatel běžné likvidity je během celého sledovaného období vyšší, než je doporučená hodnota 1,5. V prvních čtyřech letech měl klesající tendenci, v posledním roce došlo k mírnému nárůstu. Pohotová likvidita je na dostatečné úrovni a v posledních dvou letech se zvyšovala. Nízkých hodnot dosahuje pouze okamžitá likvidita, která se ani v jednom roce nedostala nad doporučenou hodnotu 0,2, naopak průměrná okamžitá likvidita ostatních podniků se pohybovala blízko této doporučené hodnoty. Likviditu podniku však nelze hodnotit pouze na základě doporučených hodnot, ale je třeba nahlížet na hospodaření podniku komplexně. S likviditou podniku úzce souvisí obzvlášť rentabilita. V případě společnosti ZKL Brno lze sledovat zaměření managementu na likviditu, jejíž správné řízení a preference odpovídá výrobní pozici společnosti v rámci koncernu ZKL.

2.3.4.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vypovídají o způsobu hospodaření podniku s jeho aktivy. Následující tabulka zobrazuje výsledné hodnoty analýzy aktivity.

Tabulka 15: Ukazatele aktivity společnosti ZKL Brno

Ukazatele aktivity	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv	0,71	0,79	0,75	0,81	0,65
Obrat dlouhodobého majetku	2,01	2,10	1,99	2,10	1,58
Doba obratu zásob (dny)	173	160	188	81	65
Doba obratu pohledávek (dny)	151	117	103	191	235
Doba obratu závazků (dny)	95	127	102	91	82

Hodnota ukazatele obratu celkových aktiv je poměrně nízká a proto lze předpokládat, že podnik má více aktiv, než je účelné. Obrat dlouhodobého majetku se snížil v roce 2009, což svědčí o tom, že podnik v tomto období nedostatečně využíval dosavadní výrobní kapacity. Příčinou byla snížená poptávka po nových produktech podniku a tedy i pokles výroby. Doba obratu zásob udává, za kolik dní je podnik schopen proměnit zásoby v pohledávku. V prvních třech letech byla doba obratu dlouhá, ovšem v roce 2008 a 2009 se díky optimalizaci nákupu a spotřeby a dílčímu prodeji zásob sesterské organizaci ZKL Bearings CZ značně zkrátila. Doba obratu pohledávek se zvýšila především v posledních dvou letech. Velký vliv na zhoršení platební morálky odběratelů ZKL Bearings CZ měl celkový pokles průmyslové produkce z důvodu světové hospodářské krize, sesterská společnost pak logicky neměla dostatek finančních prostředků na úhradu produktů ZKL Brno. Doba obratu závazků se v posledních čtyřech letech postupně zkracovala, což svědčí o dobré schopnosti podniku hradit své závazky. Prodloužení doby obratu pohledávek zapříčinilo, že podnik ZKL Brno v posledních dvou letech poskytoval svým dodavatelům levné „provozní úvěry“.

2.3.4.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti sledují vztah mezi cizími a vlastními zdroji financování podniku. Výsledné hodnoty společnosti ZKL Brno jsou uvedeny v tabulce.

Tabulka 16: Ukazatele zadluženosti společnosti ZKL Brno

Ukazatele zadluženosti	2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost	37,8%	39,3%	46,5%	53,9%	48,0%

Koeficient samofinancování	0,62	0,60	0,53	0,46	0,52
Koeficient zadluženosti	0,61	0,65	0,87	1,17	0,93
Úrokové krytí	4,54	3,54	0,68	3,18	0,28

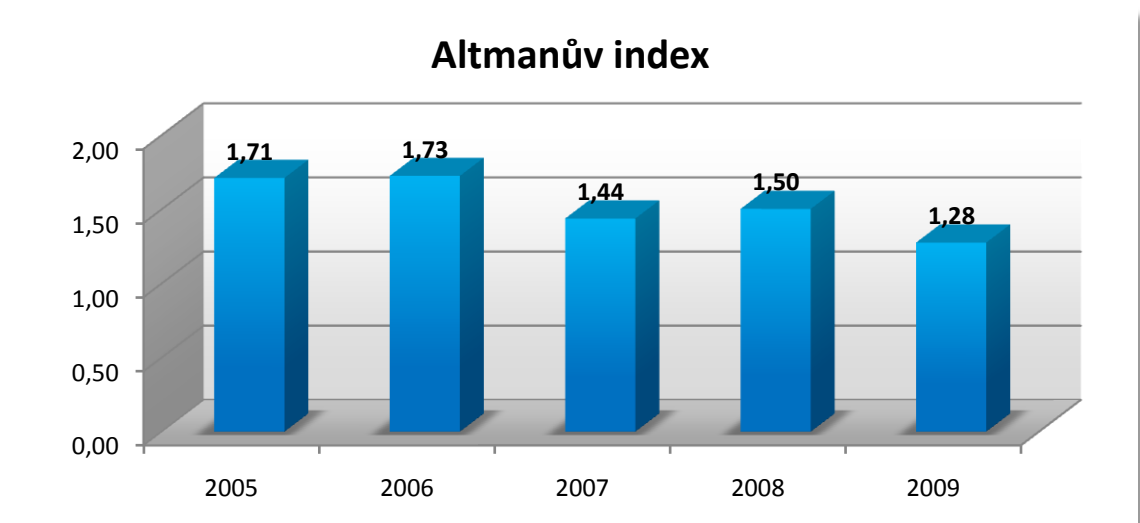
Celková zadluženost podniku ZKL Brno během sledovaného období konstantně narůstala, nejvyšší zadluženost podnik vykazoval v roce 2008, v posledním roce se však mírně snížila. Celkovou zadluženost podniku lze hodnotit jako přiměřenou. Podnik financuje vlastními zdroji přibližně polovinu svých aktiv. Koeficient zadluženosti se výrazně zvýšil v posledních dvou letech, tento nárůst byl způsoben čerpáním poměrně vysokých investičních úvěrů pro financování nákupu strojního zařízení a modernizaci výrobních prostor. Ukazatel úrokového krytí měl až na výjimku v roce 2008 klesající tendenci a jeho hodnota byla velmi nízká, ale i přesto se podniku daří získávat nové a vysoké úvěry s poměrně nízkým úrokem.

2.3.5 Analýza soustav ukazatelů

Analýza soustav ukazatelů nahlíží na podnik komplexně, hodnotí výkonnost jednotlivých oblastí činnosti podniku syntézou v jediný číselný výsledek. Pro tuto analýzu použijeme bankrotní (predikční) modely Altmanovu analýzu a Index IN 01.

2.3.5.1 Altmanova analýza

Altmanova analýza kombinuje hodnocení rentability, likvidity, zadluženosti a struktury kapitálu. Výsledky Altmanovy analýzy jsou uvedeny v následujícím grafu.

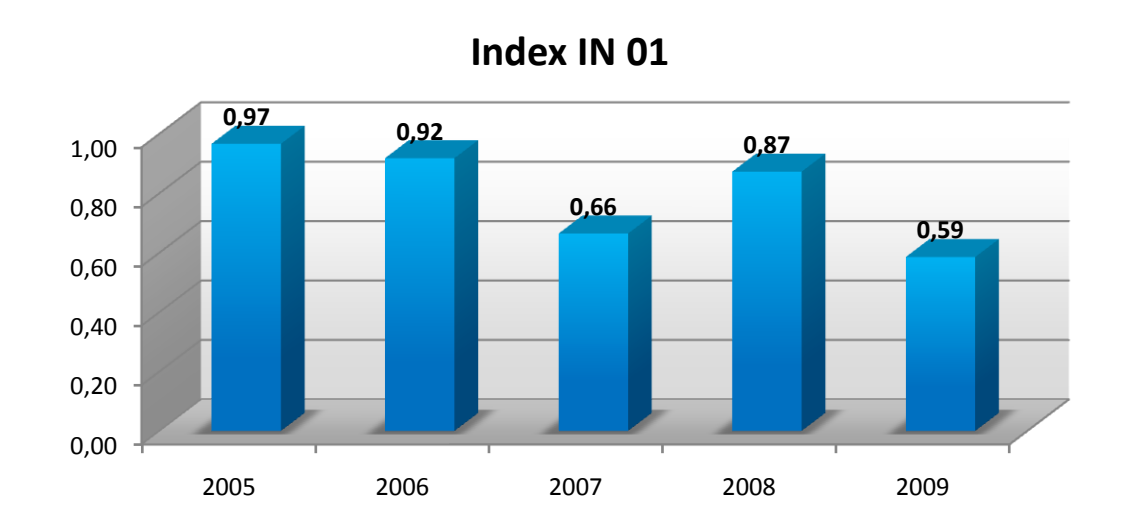


Graf 11: Altmanův index společnosti ZKL Brno

Hodnoty Altmanova indexu během sledovaného období spadají do intervalu od 1,2 do 2,9, tedy do tzv. „šedé zóny“ nevyhraněných výsledků, která značí, že společnost ZKL Brno nemá vážnější problémy s finančním zdravím, ale také nepatří mezi nadprůměrně výkonné podniky. Navíc celkový pokles hodnoty Altmanova indexu a jeho hraniční hodnota v posledním roce by měla vézt management k hlubšímu zkoumání jednotlivých oblastí činnosti podniku a provedení potřebných změn, aby se předešlo možným budoucím problémům.

2.3.5.2 Index IN 01

Index IN 01 bývá také nazýván indexem důvěryhodnosti českého podniku pro přizpůsobení specifickým podmínkám českého ekonomického prostředí.



Graf 12: Index IN 01 Společnosti ZKL Brno

V letech 2005, 2006 a 2008 jsou hodnoty indexu IN 01 v intervalu tzv. „šedé zóny“, která vypovídá o průměrné výkonnosti podniku v tomto období. V roce 2007 a v posledním sledovaném roce jsou však hodnoty nízké a podle interpretace výsledků se podnik potýká s vážnými finančními problémy. Na nízké hodnocení u obou bankrotních modelů v roce 2009 má vliv celkové zhoršení české ekonomiky v tomto období a zejména pokles průmyslové produkce.

2.3.6 Zhodnocení výsledků finanční analýzy

Z provedené finanční analýzy společnosti ZKL Brno jsme získali důležité informace o finančním zdraví oceňovaného podniku a o možnostech jeho budoucího

vývoje. Nejvyšší zisk zaznamenal podnik v roce 2008, kdy výsledek hospodaření po zdanění byl ve výši 37 200 tis. Kč. Rok 2008 tak představoval nejúspěšnější období zejména z hlediska rentability, která byla v ostatních letech velmi nízká. Společnost v tomto roce také dosáhla nejvyšších tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, které dosáhly 882 618 tis. Kč. Nejslabším obdobím byl následující rok 2009, který negativně ovlivnila světová ekonomická krize. Výroba se oproti roku 2008 snížila o 19,2 % a tržby klesly o 31,4 % na 605 267 tis. Kč. Navíc celkový zisk negativně ovlivnil finanční výsledek hospodaření, který byl zapříčiněn nevhodným zajištěním devizových rizik. Dobrých výsledků během celého sledovaného období podnik dosahoval v oblasti likvidity a zadluženosti, která je přiměřená, pouze okamžitá likvidita a úrokové krytí jsou velmi nízké. Z analýzy aktivity je zřejmé, že podnik vlastní více aktiv, než je účelné a také nedostatečně využíval své výrobní kapacity zejména v krizovém roce 2009. Navíc v posledních dvou letech poskytoval poměrně dlouhé „provozní úvěry“ svým odběratelům. Predikční modely Altmanova analýza a index IN 01 hodnotily podnik jako průměrný, ovšem poukazují na možné budoucí problémy vzhledem ke špatným výsledkům v roce 2009.

Pro objektivní hodnocení finančního zdraví podniku a správný odhad budoucího vývoje je třeba vysvětlit specifickou situaci oceňované společnosti ZKL Brno. Jak jsem již uvedl výše, podnik ZKL Brno je součástí koncernu ZKL, v kterém působí více sesterských společností, a jeho hlavní činností je výroba, výzkum a vývoj valivých ložisek a souvisejících produktů. V rámci koncernu zajišťuje vyřizování zakázek a distribuci společnost ZKL Bearings CZ, která zadává podniku ZKL Brno objednávky a oceňovaný podnik tak vyrábí pouze ty produkty, které si vyžádá ZKL Bearings CZ. Jakmile je daný výrobek hotov, společnost ZKL Bearings CZ jej odkoupí a další distribuce a tržby se uskutečňují pouze v rámci společnosti ZKL Bearings CZ, která je technicky jediným odběratelem oceňovaného podniku. Z této skutečnosti vyplývá, že i ceny respektive marže podniku ZKL Brno budou velmi nízké a budou přizpůsobovány především strategickým cílům koncernu ZKL jako celku. Lze předpokládat, že v případě, kdy by podnik ZKL Brno kromě výroby současně zajišťoval i prodej svých výrobků, výsledné hodnocení finančního zdraví společnosti by bylo pozitivnější, protože většina neuspokojivých výsledků byla zapříčiněna nízkou výnosností, která je právě přímo ovlivněna způsobem prodeje výrobků společnosti ZKL Brno. Navíc

oceňovaný podnik disponuje stabilním zázemím koncernu ZKL. Proto i přes rozporuplné výsledky finanční analýzy hodnotím společnost ZKL Brno jako zdravý podnik s předpokladem dlouhodobé existence, respektive „going concern“.

2.4 Finanční plán

Pro ocenění společnosti ZKL Brno výnosovými metodami je nutné zpracovat strategický finanční plán výkazu zisku a ztráty, rozvahy a plán peněžních toků na budoucí období. Finanční plán je zpracován na pětileté období pro roky 2010 až 2014 a je uveden v přílohách jako příloha P III. Rok 2010 je také zahrnut do finančního plánu, protože finanční výkazy z tohoto období zatím nejsou kompletní. Na přání managementu společnosti ZKL Brno jsou finanční výkazy uvedeny pouze ve zjednodušeném rozsahu

Jednotlivé položky finančního plánu jsou stanoveny na základě konzultací s ekonomickým vedením oceňovaného podniku a zohledňují předpokládaný vývoj relevantního trhu, který je uveden ve strategické analýze. Zpracování finančního plánu bylo provedeno s pomocí počítačové podpory, konkrétně v softwarovém programu STRATEX, díky kterému bylo zpracování finančního plánu urychleno. Navíc systém STRATEX vždy zohledňuje veškeré vazby finančních výkazů a značně tak přispívá k celkovému zvýšení kvality strategického finančního plánu.

2.4.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Tržby z prodeje zboží představovaly v minulých letech pouze výjimečný výnos a nejsou předmětem hlavní činnosti podniku. Jejich celková hodnota v minulém období klesala a v roce 2009 činila pouze 156 tis. Kč. Do dalšího období proto nebudou zahrnuty.

Při plánování Tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb jsme vycházeli ze strategické analýzy a informací a dat uvedených v analýze atraktivity trhu, v které jsme vyjádřili závislost vývoje tržeb v odvětví na vývoji hrubého domácího produktu ČR. Výsledné tržby společnosti ZKL Brno v roce 2010 a 2011 jsou určeny na základě plánovaných finančních výkazů podniku. Výše tržeb v roce 2010 je stále negativně ovlivněna hospodářskou recesí (pokles tržeb o 4,34 %), v roce 2011 však management očekává postupné oživení poptávky, které potvrzuje i nárůst objednávek produktů společnosti

pro následující období. V roce 2011 se tak předpokládá nárůst tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb o 9,13 %. Výše tržeb pro roky 2012 až 2014 byla určena s přihlédnutím k růstu relevantního trhu CZ NACE 28 a očekáváním managementu o mírném navýšení tržního podílu. Růst tržeb v tomto období je plánován postupně ve výši 8,01 %, 9,84 % a 10, 89 % v posledním plánovaném roce.

Položka Aktivace ve společnosti ZKL Brno zahrnuje zejména nářadí vyrobené ve vlastní režii, které se používá jako přípravek ke strojům, zejména jako pomoc pro uchycení atypických ložisek. Hodnota této položky se předpokládá v přibližně stabilní výši 1 200 tis. Kč pro celé plánované období.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu tvořily v minulém období poměrně velkou část celkových výnosů z důvodu prodeje staršího strojního vybavení a především z důvodu optimalizace objemu materiálu. Pro rok 2010 se počítá s výrazným snížením této položky na 68 598 tis. Kč a v následujících letech se předpokládá snížení na 6 000 tis. Kč. Hlavní příčinou je změna způsobu zásobování v rámci sesterských společností koncernu ZKL, kdy byl v minulosti nákup určitého materiálu zprostředkován podnikem ZKL Brno. V dalším období si takový nákup budou zajišťovat sesterské společnosti samy a tak je výše této položky plánována pouze ve výši předpokládaného příležitostného prodeje.

Výše Výnosových úroků, které především zahrnují úroky z poskytnutých půjček sesterským společnostem, je plánována ve stálé výši 663 tis. Kč ročně.

Ostatní provozní výnosy jsou plánovány na základě přijatých rozhodnutí o přidělení dotace nebo přislíbených dotací a zahrnují další položky, jejichž výše je do budoucna obtížně vymezitelná. Jejich výše je plánována v konstantní výši 25 673 tis. Kč.

Ostatní finanční výnosy zahrnují kurzové zisky z operací v cizích měnách, které v případě společnosti ZKL Brno představují čerpání úvěrových služeb v zahraniční měně. S tím souvisí také položka Ostatní finanční náklady, která zahrnuje ztráty z výše uvedených operací. Výše těchto výnosů i nákladů je vzhledem k volatilitě devizových kurzů jen těžko určitelná. Management podniku proto plánuje ostatní finanční výnosy i náklady ve stejné výši. Ve finančním plánu se tato skutečnost projeví v nulové výši těchto dvou položek

Mimořádné výnosy se ze své povahy neplánují. Položka Náklady na prodané zboží se plánovat nebude ze stejného důvodu jako tržby z prodeje zboží.

Výkonová spotřeba zahrnuje převážně spotřebu energie a materiálu, které tvoří cca 90 % celkové výkonové spotřeby, a služby, které tvoří cca 10 %. Výkonová spotřeba je plánována na základě minulého vývoje a zkušeností managementu podniku ve výši přibližně 70 %.

Osobní náklady v minulém období představovaly přibližně konstantní podíl k celkovým nákladům ve výši 17-18 %. V roce 2010 byla společnost ZKL Brno nucena provést určitá úsporná opatření spojená s poklesem výroby a muselo tak dojít ke snížení počtu pracovníků. Tato skutečnost se také projeví na snížení osobních nákladů v roce 2010 přibližně o 10 %. Management společnosti předpokládá udržení stávajícího počtu zaměstnanců (maximálně mírný nárůst) i při růstu produkce z důvodu instalace výkonnějšího strojního zařízení a použití efektivnějších technologií výroby. Růst osobních nákladů je proto plánován na základě růstu průměrné hrubé nominální mzdy, kterou uvádí predikce Ministerstva financí ČR ve výši 2,9 % v roce 2011 a 4,1 % v roce 2012. V souvislosti s prognózovaným růstem HDP ČR lze předpokládat také další růst průměrné hrubé mzdy v roce 2013 a 2014 v odhadnuté výši 5 %, respektive 6 %.

Položka Náklady na prodané cenné papíry je plánována v nulové výši, její hodnota v roce 2008 byla způsobena prodejem cenných papírů mateřské společnosti ZKL, a.s. a jednalo se o výjimečnou situaci. S tím souvisí také položka Změna stavu finančních rezerv a opravných položek, která je také plánována v nulové výši.

Nákladové úroky jsou vymezeny dle vývoje bankovních úvěrů a ostatních finančních výpomocí, které společnost ZKL Brno využívá. Jejich výše je dle managementu podniku 3,7 % z úvěrů ročně. Příznivá hodnota celkové úrokové sazby je zapříčiněna především skutečností, že oceňovaný podnik čerpá značnou část cizích zdrojů od mateřské společnosti ZKL, a.s., která ze strategických důvodů poskytuje společnosti ZKL Brno levné finanční prostředky.

Výše položky Daně je plánována dle hodnoty daně z příjmu právnických osob, která s nejvyšší pravděpodobností zůstane na úrovni 19 % i během plánovaného pětiletého období.

Daně a poplatky jsou plánovány s přihlédnutím ke změně zákona o dani z nemovitostí, který způsobil výrazné zvýšení této položky z dřívějších přibližně 500 tis. Kč na 950 tis. Kč v roce 2011. Hodnota 950 tis. Kč se zachová i v dalších letech, protože podnik neplánuje změny v této oblasti.

Položka Odpisy byla stanovena vzhledem k odpisovému plánu podniku ZKL Brno a výslednou hodnotu odpisů v jednotlivých plánovaných letech jsme určili pomocí odpisového modelu v systému STRATEX na základě plánovaných investic.

Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu je plánována ve výši přibližně 98 % z tržeb za tento prodej. Ostatní provozní náklady jsou dle doporučení managementu plánovány přibližně ve výši 10 000 tis. Kč. Zahrnují zejména náklady na zákonné a havarijní pojištění motorových vozidel, pojištění majetku a odpovědnosti za škodu a poplatky za ochrannou známku. Ostatní provozní náklady zahrnují také manka, pokuty a penále, které nelze objektivně predikovat, proto je tato položka oproti minulému období z důvodu opatrnosti navýšena.

2.4.2 Plán rozvahy

Dlouhodobý hmotný majetek se v minulém období podílel na celkových aktivech přibližně 35-40 % a jeho hodnota mírně narůstala. V roce 2010 je však plánován mírný pokles zejména z důvodu prodeje staršího strojního zařízení. Významné investice prováděl podnik v minulých letech a pro následující období se plánují pouze investice do běžné obnovy strojního zařízení a dalšího vybavení. Na základě doporučení managementu je stanoven růst dlouhodobého majetku od roku 2011 ve výši 8 % ročně, který odpovídá běžné obnově strojního zařízení a dalšího vybavení. Dlouhodobý nehmotný majetek představuje zanedbatelnou část stálých aktiv a jeho další růst se nepředpokládá.

Oběžná aktiva jsou plánována s výraznou pomocí systému STRATEX, který zohledňuje zrychlenou dobu obratu zásob a předpokládané pozvolné snižování doby obratu pohledávek. Předpokládá se doba obratu zásob 55 dní během celého plánového období a postupné zrychlování doby obratu pohledávek o 20 dní ročně od roku 2010, ve kterém ještě došlo ke zvýšení doby obratu na 255 dní. Aktivní časové rozlišení je plánováno ve stabilní výši 2 500 tis. Kč ročně a Pasivní časové rozlišení ve výši 2 800 tis. Kč ročně.

Základní kapitál společnosti ZKL Brno zůstane v příštích letech beze změny, tedy ve výši 828 000 tis. Kč. Současně Kapitálové fondy i Rezervní fond, který je z důvodu vysoké ztráty z minulých let nulový, budou ponechány ve stejné výši.

Výsledek hospodaření běžného období je plánován dle výsledků v plánovaném výkazu zisku a ztráty za jednotlivá období. Výsledek hospodaření minulých let se bude vyvíjet v souladu s VH běžného období a počítá se s postupným snižováním ztráty minulých let. Rezervy i Dlouhodobé závazky mají stálý charakter a jsou v budoucnu plánovány v nulové výši na základě minulého vývoje.

Vývoj Krátkodobých závazků je určen na základě doby obratu, která se během minulého období postupně snižovala, v roce 2010 tak vycházím z doby obratu v délce 75 dnů a v dalších letech se počítá s dalším snižováním doby obratu o 5 dní ročně. Mezi krátkodobé závazky řadím i finanční výpomoci od mateřské společnosti ZKL, a.s., které jsou plánovány ve výši 20 000 tis. Kč ročně.

Bankovní úvěry užívá společnost ZKL Brno zejména k financování investic a refinancování dosavadních úvěrů. V roce 2010 dojde ke snížení hodnoty krátkodobých bankovních úvěrů díky využití volných finančních prostředků mateřské společnosti ZKL. V současné době se neplánuje využití dalších bankovních úvěrů, jejich výše se tedy bude v následujících letech snižovat o pravidelné splátky.

2.4.3 Finanční analýza plánovaných účetních výkazů

Pro posouzení finanční a hospodářské situace oceňovaného podniku v plánovaném horizontu pěti let provedu finanční analýzu plánovaných účetních výkazů. Výsledné hodnoty finanční analýzy jsou uvedeny v přílohách jako příloha P IV. Finanční analýza je zaměřena na vyhodnocení základních oblastí činnosti podniku, proto do ní bude zahrnuta analýza tržeb, analýza rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

Plánované tržby podniku budou růst s ohledem na prognózovaný vývoj odvětví a hrubého domácího produktu ČR, kterému byl věnován prostor ve strategické analýze.

Rentabilita společnosti ZKL Brno bude nadále ovlivňována zejména způsobem prodeje vlastních výrobků a služeb, jak jsme již uvedli výše, podnik ZKL Brno disponuje pouze jedním odběratelem – sesterskou společností ZKL Bearings CZ, která

zabezpečuje distribuci a zadává nové objednávky. Hodnota marží tak odpovídá strategickým záměrům celého koncernu ZKL. Můžeme však sledovat pravděpodobný mírný růst rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu i rentability tržeb během plánovaného období, která se bude postupně přibližovat k průměrné rentabilitě v odvětví.

V oblasti likvidity vykazoval podnik v minulém období dobrých výsledků a ne jinak tomu bude i v následujících pěti letech. Běžná, pohotová i okamžitá likvidita dosahují doporučených hodnot Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, značného zlepšení dosáhla okamžitá likvidita.

V oblasti hospodaření podniku s aktivy přetrvává nízká obratovost celkových aktiv, z které usuzujeme, že podnik bude stále držet více aktiv, než je účelné. Obrat dlouhodobého majetku poukazuje na skutečnost, že podnik by měl efektivněji využívat plánované výrobní kapacity. Vzhledem ke způsobu prodeje výrobků podniku bude přetrvávat podstatně delší doba obratu pohledávek než doba obratu závazků.

Celková zadluženost společnosti ZKL Brno v plánovaném období postupně klesá a koeficient samofinancování se dostává na úroveň plánované kapitálové struktury. Ukazatel úrokového krytí během plánovaného období vykazuje pozitivní nárůst a jeho hodnota v posledním plánovaném roce je na solidní úrovni 8,78.

Na základě finanční analýzy plánovaných účetních výkazů lze hodnotit celkovou hospodářskou situaci společnosti ZKL Brno v plánovaném pětiletém období jako uspokojivou a stabilní. Podnik vykazuje růstový potenciál, který potvrzují zlepšující se hodnoty analyzovaných poměrových ukazatelů a růst tržeb za vlastní výrobky a služby, rostoucí tendenci mají také soustavy ukazatelů reprezentované Indexem IN 01 a Altmanovým indexem.

2.4.4 Analýza variantních finančních plánů

Výše provedená finanční analýza vychází z realistického finančního plánu, uvažoval jsem však také další dvě možné varianty budoucího vývoje společnosti ZKL Brno – pesimistickou a optimistickou. Tyto plány se liší tempem růstu tržeb a k nim přiděleným odpovídajícím nákladům. Možné budoucí vývoje krajně optimistické i pesimistické jsou uvedeny v příloze jako příloha P V.

2.5 Stanovení hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s.

Předcházející kapitoly byly věnovány relevantním analýzám, konkrétně komplexní strategické analýze a finanční analýze oceňovaného podniku, na jejichž základě jsem zhodnotil minulou a současnou hospodářskou situaci společnosti ZKL Brno a získal tak podklady pro sestavení finančního plánu na následující pětileté období. Na základě provedených analýz hodnotím budoucí perspektivu společnosti ZKL Brno jako uspokojivou a předpokládám neomezené trvání podniku - tzv. „going concern“.

2.5.1 Volba metody ocenění

Volba vhodné metody ocenění je jedním z nejdůležitějších předpokladů pro stanovení správné hodnoty podniku. Protože strategická a finanční analýza prokázala uspokojivou budoucí perspektivu podniku, budou pro výsledné stanovení hodnoty společnosti použity odpovídající výnosové metody ocenění, vycházející z finančního plánu. Pro zvýšení věrohodnosti ocenění bude použito více druhů metod, jedná se o následující výnosové metody oceňování:

- Metoda diskontovaného čistého cash flow entity
- Metoda diskontovaného čistého cash flow equity
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Pro stanovení výsledné hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s. použiji softwarový program EVALENT, do kterého jsem importoval data z finančního plánu vytvořeného v programu STRATEX. Oceňovací systém na základě zadaných požadovaných kritérií určí náklady na vlastní i cizí kapitál, respektive odpovídající diskontní míry pro jednotlivé metody výnosových ocenění a výslednou hodnotu podniku v relaci k dané metodě ocenění. V následující části diplomové práce budou uvedeny údaje, ze kterých jsem vycházel při určování veškerých relevantních dat požadovaných oceňovacím systémem EVALENT.

2.5.2 Diskontní míra pro ocenění

Stanovení diskontní míry závisí na použité výnosové metodě. V případě použití metody DCF entity je diskontní míra na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu

(WACC), v případě použití metody DCF equity uvažujeme diskontní míru na úrovni nákladů na vlastní kapitál a pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů představuje diskontní míra průměrné náklady na vlastní kapitál za dané období.

2.5.2.1 Náklady na vlastní kapitál

Pro určení úrovně nákladů na vlastní kapitál existuje několik variant, z kterých v podmínkách české ekonomiky nelze vybrat pouze jedinou obecně platnou, na jejímž základě bychom diskontní míru určili. Proto použijí všechny nejčastěji užívané metody a náklady na vlastní kapitál budou na závěr stanoveny jako vážený průměr výsledků jednotlivých metod výpočtu.

→ Metoda CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv je vyjádřen následující rovnicí:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (12)$$

Kde: r_e → náklady vlastního kapitálu v %
 r_f → bezriziková úroková míra
 r_m → průměrná výnosnost kapitálového trhu
 β → koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

r_e - bezriziková úroková míra

Bezriziková úroková míra se dle běžné praxe odvozuje od výnosnosti desetiletých státních dluhopisů jako průměr střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů zveřejněných v emisním kalendáři státních dluhopisů Ministerstvem financí ČR. Při určení bezrizikové úrokové míry v roce 2011 jsem vycházel z dat uvedených v následující tabulce, data pro rok 2010 jsou uvedeny v přílohách. Výsledná hodnota bezrizikové úrokové míry pro rok 2010 je na úrovni 4,08 % a v roce 2011 na úrovni 3,79 %. Vzhledem k tomu, že v minulých letech nelze sledovat jednoznačný trend úrokové míry státních dluhopisů a nejsou známy její prognózy, budu i pro další období počítat s výnosností na úrovni nejaktuálnějšího období, tedy roku 2011.

Tabulka 17: Bezriziková úroková míra státních dluhopisů v roce 2011 [25]

	Název emise	Datum emise	Datum splatnosti	Objem (Váha) [mld. Kč]	Úrok [%]	Úrok x Váha
1. Q 2011	DI. ČR 5,7	31.1.2011	25.5.2024	5	5,7	28,5
	DI. ČR 4	14.2.2011	11.4.2017	7	4	28
	DI. ČR 2,75	28.2.2011	31.3.2014	8	2,75	22
	DI. ČR 3,85	14.3.2011	29.9.2021	6	3,85	23,1
2. Q 2011	DI. ČR 4	11.4.2011	11.4.2017	7	4	28
	DI. ČR 2,75	2.5.2011	31.3.2014	8	2,75	22
	DI. ČR 3,85	16.5.2011	29.9.2021	6	3,85	23,1
	DI. ČR 5,7	13.6.2011	25.5.2024	6	5,7	34,2
	DI. ČR 2,75	27.6.2011	31.3.2014	8	2,75	22
	CELKEM			61		230,9
Bezriziková úroková míra pro rok 2011						3,79

$(r_m - r_f)$ – riziková prémie daného trhu

Rizikovou premii trhu lze definovat jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu a bezrizikovou výnosností. Pro její určení vycházíme z hodnocení ratingu České republiky. Mezi respektované ratingové agentury patří například společnost Moody's, která ohodnotila Českou republiku známkou A1. Na internetových stránkách Damodaran Online je dále uvedeno dodatečné riziko země ve výši 1,28 %, základní riziko činí 5 %, celková riziková prémie České republiky je tedy na úrovni 6,28 %. [3]

Prémie za specifické riziko

Při stanovení nákladů na vlastní kapitál se doporučuje zahrnout do propočtu také premii za specifické riziko, která by měla věrohodně zohledňovat aktuální hospodářskou situaci oceňovaného podniku a jeho pravděpodobný vývoj v budoucnu. Vycházím proto z provedené strategické a finanční analýzy, na jejímž základě hodnotím budoucí perspektivu podniku jako uspokojivou. Vedení podniku disponuje dlouholetými zkušenostmi v dané oblasti podnikání a má jasnou vizi o budoucím vývoji společnosti a pevně stanovené strategické cíle. V minulých letech došlo k významným investicím do strojního zařízení a k modernizaci výroby, podnik neustále provádí inovace svých produktů a intenzivně se zabývá výzkumem a vývojem. Kvalita produktů i šíře výrobního portfolia je na velmi vysoké úrovni, o čemž svědčí také získaná ocenění a pozitivní reference. V neposlední řadě klade společnost velký důraz na rozvoj svých

zaměstnanců (mezinárodně uznávaný standard Investors in people) a společenskou odpovědnost organizace. Z výše uvedených důvodů a na základě provedených analýz určím prémii za specifické riziko na úrovni 3 %.

β – koeficient

Koeficient beta vyjadřuje relativní rizikovost podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti daného trhu. Rozlišujeme koeficient beta při existujícím zadlužení a koeficient beta při nulovém zadlužení. Hodnotu koeficientu beta při nulovém zatížení odpovídající relevantnímu trhu společnosti ZKL Brno jsem získal na internetových stránkách Damodaran Online. Koeficient beta při existujícím zadlužení, který zohledňuje kapitálovou strukturu, jsem vypočítal pomocí rovnice uvedené v tabulce č. 18. Odhad podílu vlastního kapitálu ve 2. fázi je určen s předpokladem budoucí optimalizace kapitálové struktury.

Další určení beta koeficientu bude provedeno na základě analýzy obchodního a finančního rizika. Tato metoda předpokládá, že na hodnotu beta mají největší vliv tržní podmínky, ve kterých podnik provádí svoji hlavní činnost. Nejprve určím třídu systematického obchodního rizika, do které spadá oceňovaný podnik. Vycházím zejména z citlivosti poptávky po produktech podniku na výkyvy konjunktury, cenové pružnosti produkce, úrovně diverzifikace produkce a velikosti firmy. Při zohlednění výše uvedených faktorů zařadím podnik do 4. třídy systematického obchodního rizika a proto provedu korekci výsledné bety přidáním hodnoty 0,25. Třída finančního rizika se odvíjí od zadlužení podniku, z poměru cizího a vlastního kapitálu v první i druhé fázi vychází hodnoty uvedené v tabulce. S pomocí oceňovacího systému EVALENT jsem získal následující data a hodnoty nákladů na vlastní kapitál.

Tabulka 18: Vstupní položky pro určení nákladů VK a výsledné náklady na VK dle koeficientu beta

Vstupní položka	-	Hodnota
Bezriziková výnosová míra	%	3,79
Riziková prémie	%	6,28
Prémie za specifické riziko	%	3,00
Průměrný podíl vlastního kapitálu v zobrazené historii	%	68,74
Průměrný podíl vlastního kapitálu v 1. fázi	%	68,71
Odhad podílu vlastního kapitálu ve 2. fázi	%	60,00
Průměrná sazba DP v historii	%	25,60
Průměrná sazba DP v 1. fázi	%	19,00
Odhad sazby DP ve 2. fázi	%	19,00
Náklady na vlastní kapitál dle beta při nulovém zadlužení	-	Hodnota
Koeficient beta při nulovém zadlužení	koef.	0,79
Koeficient beta pro 1. fázi	koef.	1,03
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	%	13,26
Koeficient beta pro 2. fázi	koef.	1,22
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	%	14,43
Náklady na vlastní kapitál dle beta při existujícím zadlužení	-	Hodnota
Koeficient beta historický při existujícím zadlužení $\beta_z = \beta_N \cdot \left(1 + (1 - T) \cdot \frac{CK}{VK} \right) \rightarrow$ $\beta_z = 0,79 \cdot \left(1 + (1 - 0,19) \cdot \frac{545\,515}{586\,735} \right)$	koef.	1,38
Koeficient beta pro 1. fázi	koef.	1,19
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	%	14,27
Koeficient beta pro 2. fázi	koef.	1,40
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	%	15,61
Náklady na vlastní kapitál dle beta z obchodního a finančního rizika	-	Hodnota
Bezriziková výnosová míra	%	3,79
Riziková prémie	%	6,28
Prémie za specifické riziko	%	3,00
Třída systematického obchodního rizika (1 až 5)	třída	4
Korekce na základě obch.rizika	korekce	+ 0,25
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi	poměr	0,46
Poměr cizího a vlastního kapitálu ve 3. fázi	poměr	0,67
Korekce na základě finančního rizika pro 1. fázi	korekce	+ 0,03
Korekce na základě finančního rizika pro 3. fázi	korekce	+ 0,13
Koeficient beta pro 1. fázi	koef.	1,28
Koeficient beta pro 3. fázi	koef.	1,38
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	%	14,81
Náklady vlastního kapitálu pro 3. fázi	%	15,48

Systém EVALENT dále nabízí formulář pro stanovení beta koeficientu expertní metodou na základě posouzení interních a externích faktorů, které ovlivňují činnost oceňovaného podniku. Hodnocení je zaměřeno zejména na globální ekonomické vlivy, vyjednávací pozici podniku, finanční situaci a diverzifikaci trhu i produkce. Vybraná kritéria a jejich vyhodnocení jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 19: Expertní stanovení beta koeficientu v systému EVALENT

Expertní stanovení beta koeficientu	Bodování	Hodnocení
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	1,50	Vysoká citlivost
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	1,00	Síly jsou vyrovnané
Vyjednávací síla vůči odběratelům	1,00	Síly jsou vyrovnané
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	1,00	Průměrný
Míra zadlužení (poměr Cizí / Vlastní kapitál)	1,00	40 - 80%
Velikost podniku	0,50	Velká
Diverzifikace územní	0,50	Značná
Diverzifikace výrobová	1,50	Malá
Výsledný odhad koeficientu beta	1,00	
Náklady na vlastní kapitál z expertního beta koeficientu	-	Hodnota
Bezriziková výnosová míra	%	3,79
Riziková premie	%	6,28
Odhad koeficientu beta	koef.	1,00
Náklady vlastního kapitálu	%	10,07

→ Stavebnicové modely

Podstata stavebnicových modelů (tzv. build up modelů) spočívá v určení bezrizikové úrokové míry, která je obdobná jako u modelu CAPM a odpovídá výnosnosti desetiletých státních dluhopisů, respektive průměru střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, a přičtení několika dílčích přírážek za riziko. Existuje několik druhů stavebnicových metod, pro zjištění nákladů vlastního kapitálu použijí stavebnicový model INFA, komplexní stavebnicovou metodu dle M&M a Garnett&Hill.

Model INFA

Model INFA je výchozí model pro určení nákladů vlastního kapitálu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (byl vytvořen ve spolupráci s manželi

Neumaierovými). Bezrizikovou úrokovou míru zvyšuje o prémii za likviditu akcií, průměrnou rentabilitu aktiv v průmyslu, premii za podnikatelské riziko a premii za riziko z finanční struktury a stability. Určím bezrizikovou míru pro jednotlivé plánované roky a předpokládanou průměrnou rentabilitu v odvětví, systém EVALENT zbylé přírážky automaticky dopočítá. Průměrnou rentabilitu aktiv v odvětví minulých let získám z analytických materiálů a statistik uvedených na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. Pro budoucí období předpokládám postupný mírný růst rentability aktiv s ohledem na predikovaný vývoj HDP, tato hypotéza vychází z veškerých výše provedených analýz minulého vývoje průmyslu a relevantního odvětví. Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi jsou stanoveny jako průměr nákladů vlastního kapitálu v 5 letech první fáze, tedy ve výši 9,73 %. Výsledné hodnoty nákladů na vlastní kapitál pro jednotlivé plánované roky a rizikové přírážky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 20: Náklady na vlastní kapitál určené stavebnicovou metodou INFA

Vstupní položka		2010	2011	2012	2013	2014
Bezriziková výnosová míra	%	4,08	3,79	3,79	3,79	3,79
Rentabilita aktiv v průmyslu	%	8,02	7,57	7,85	8,05	8,11
Riziková premie za likviditu akcií	%	3,43	3,37	3,29	3,17	3,02
Prémie za podnikatelské riziko	%	4,97	3,03	2,05	1,08	0,35
Prémie za riziko z finanční nestability	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Prémie za riziko z finanční struktury	%	1,65	0,00	0,00	0,00	0,00
Riziková premie celkem	%	10,04	6,40	5,34	4,25	3,37
Náklady vlastního kapitálu pro 1. Fázi	%	14,12	10,19	9,13	8,04	7,16
Náklady vlastního kapitálu pro 2. Fázi	%	9,73				

Komplexní stavebnicový model I a II (Mařík&Maříková + Garnett&Hill)

Komplexní stavebnicové modely vychází z hodnocení hospodářské situace podniku a jeho konkurenční pozice. Opět budou použity obsáhlé formuláře v systému EVALENT, které zahrnují hodnocení relevantních faktorů v oblasti rizik trhu, výrobních rizik, rizik oboru, managementu a vlastníků a v neposlední řadě finančních rizik. Podrobný výčet hodnocených faktorů by v textu zabral značný prostor, proto uvádím pouze výsledné hodnoty nákladů vlastního kapitálu, které jsem z analýzy pro obě komplexní stavebnicové metody získal.

Tabulka 21: Náklady na vlastní kapitál určené komplexní stavebnicovou metodou I a II

Položka		Hodnocení
Bezriziková výnosová míra	%	3,79
Horní mezi rizikové prémie	-	3,0
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	-	4,0
Riziková prémie dle KSM I (M&M)	%	3,95
Náklady vlastního kapitálu dle KSM I (M&M)	%	7,74
Riziková prémie dle KSM II (Garnett&Hill)	%	3,8
Náklady vlastního kapitálu dle KSM II (Garnett&Hill)	%	7,59

→ **Vážené průměrné náklady na vlastní kapitál**

Pomocí výše uvedených metod jsem získal různorodé hodnoty nákladů na vlastní kapitál. Nyní určím výslednou hodnotu nákladů vlastního kapitálu, která bude použita pro stanovení diskontní míry. Konečné náklady na vlastní kapitál stanovím jako vážený průměr předcházejících nákladů vlastního kapitálu s přihlédnutím k dostupnosti, obsahu a relevanci vstupních údajů, z kterých jsem při zpracování jednotlivých metody vycházel. Nákladům, které vycházejí ze znalosti beta koeficientu při nulovém nebo existujícím zatížení, přiřadím nižší váhy, protože hodnota koeficientu beta byla stanovena pro dané odvětví v rámci celé Evropy a nezohledňuje tak specifika oceňovaného podniku a relevantních trhů. Menší váhu přiřadím také metodě INFA, protože její součástí je prognóza průměrné rentability v odvětví. Je zřejmé, že hodnotu průměrné rentability v následujících 5 letech nelze zcela přesně predikovat, proto jsem také hodnotu této veličiny ponechal z opatrnostních důvodů mírně vyšší. Zbylým nákladům vlastního kapitálu přiřadím vyšší váhy, protože byly stanoveny v přímé souvislosti s oceňovaným podnikem ZKL Brno.

Tabulka 22: Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu v 1. fázi

Metoda stanovení nákladů na VK	Váha		2010	2011	2012	2013	2014
Znalost beta koeficientu při existujícím zadlužení	0,5	%	15,27	14,71	14,58	14,43	14,27
Znalost beta koeficientů při nulovém zadlužení	0,5	%	14,13	13,65	13,54	13,41	13,26
Na základě odhadu obchodního a finančního rizika	1,0	%	14,81	14,81	14,81	14,81	14,81
Expertní odhad koeficientu beta	1,0	%	10,07	10,07	10,07	10,07	10,07
Model INFA (MPO ČR)	0,8	%	14,12	10,19	9,13	8,04	7,16
Komplexní stavebnicová metoda I (M&M)	1,0	%	7,74	7,74	7,74	7,74	7,74
Komplexní stavebnicová metoda II (Garnett&Hill)	1,0	%	7,59	7,59	7,59	7,59	7,59
Vážený průměr nákladů VK	-	%	11,42	10,78	10,62	10,44	10,29

Následující tabulka obsahuje výsledky jednotlivých metod určení nákladů na vlastní kapitál a konečnou hodnotu nákladů vlastního kapitálu, která bude použita při stanovení diskontní míry pro druhou fázi.

Tabulka 23: Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu v 2. fázi

Metoda stanovení nákladů na VK	Váha		Náklady VK v 2. fázi
Znalost beta koeficientu při existujícím zadlužení	0,5	%	15,61
Znalost beta koeficientů při nulovém zadlužení	0,5	%	14,43
Na základě odhadu obchodního a finančního rizika	1,0	%	15,48
Expertní odhad koeficientu beta	1,0	%	10,07
Model INFA (MPO ČR)	0,8	%	9,73
Komplexní stavebnicová metoda I (M&M)	1,0	%	7,74
Komplexní stavebnicová metoda II (Garnett&Hill)	1,0	%	7,59
Vážený průměr nákladů VK	-	%	10,98

2.5.2.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál určím jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z různých forem cizího kapitálu. Náklady na cizí kapitál oceňovaného podniku tvoří dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry a značnou část tvoří finanční prostředky zapůjčené od mateřské společnosti ZKL, a.s. nebo ostatních společností patřících do koncernu ZKL. Náklady na cizí kapitál dle managementu

podniku tak činí 3,7 % a jejich hodnota je poměrně nízká právě díky výhodným půjčkám v rámci koncernu ZKL.

2.5.2.3 Vážené průměrné náklady kapitálu - WACC

Vážené průměrné náklady kapitálu určím jako součet nákladů na vlastní kapitál a nákladů na cizí kapitál při zohlednění daňového štítu. Následující tabulka obsahuje výsledné vážené průměrné náklady kapitálu pro jednotlivé roky 1. fáze i pro 2. fázi.

Tabulka 24: Vážené průměrné náklady kapitálu - WACC

Vstupní položka		2010	2011	2012	2013	2014	2. fáze
Podíl vlastního kapitálu	%	62,78	67,88	69,22	70,80	72,64	60,00
Náklady vlastního kapitálu	%	11,42	10,78	10,62	10,44	10,29	11,42
Podíl cizího kapitálu	%	37,22	32,12	30,78	29,20	27,36	40,00
Náklady cizího kapitálu	%	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Sazba daně z příjmů	%	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00
WACC	%	8,28	8,28	8,27	8,27	8,30	8,28

2.5.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná → korigovaný VH

Dalším předpokladem pro stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami je rozdělení aktiv na provozně nutná, nezbytná pro základní činnost podniku, a provozně nenutná, tedy všechna ostatní. Současně je třeba provést vyřazení výnosů a nákladů, které s těmito nepotřebnými aktivy souvisí.

Při rozčlenění majetku na provozně nutný (provozně nutný investovaný kapitál) a nenutný budu postupovat dle doporučení prof. Maříka. Do provozně nutného majetku tedy započítám zásoby materiálu i hotových výrobků, které tvoří nutnou rezervu pro plynulost výrobního procesu a pro včasné dodávky poptávané produkce. Naopak vyčlením materiál, který je určen k prodeji, takový přirozeně není potřebný k hlavní činnosti podniku. Hodnota tohoto nepotřebného materiálu je určena ve výši zůstatkové ceny prodaného materiálu. Téměř veškeré pohledávky společnosti ZKL Brno souvisí s jeho hlavní činností. Pouze pohledávky za sesterskými společnostmi (pohledávky za ovládajícími a řídícími osobami), které vyplývají z půjček těmto podnikům v rámci koncernu ZKL, vyčlením. Dále se zaměřím na krátkodobý finanční majetek, jeho určitá výše je nezbytná k zajištění hladkého provozu podniku, ovšem peněžní prostředky

přesahující určitou mez již z provozně nutného majetku vyřadím. Výši provozně nutného krátkodobého finančního majetku určím dle hodnoty poměrového ukazatele peněžní likvidity. Doporučuje se zachovat poměr krátkodobého finančního majetku vůči krátkodobému cizímu kapitálu ve výši 20 %. Vzhledem ke zkušenostem managementu podniku a pozici oceňovaného podniku v koncernu ZKL tuto hodnotu pozměním na 15 %, která je pro hlavní činnost oceňovaného podniku dostačující. Dlouhodobý finanční majetek má pouze portfoliový charakter a nemá přímou vazbu na hlavní činnost podniku, proto bude z provozně nutných aktiv vyřazen v plné výši.

Výše uvedená provozně nepotřebná aktiva budou pro účely ocenění ohodnocena odděleně na úrovni historické účetní hodnoty, která bude následně přičtena k výsledné hodnotě ocenění výnosovými metodami. Provozně nutný investovaný kapitál je uveden v následující tabulce.

Tabulka 25: Stanovení provozně nutného majetku

Položka v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobá aktiva	456 284	473 055	492 679	513 970	537 017
<i>Provozně nenutná dl. aktiva</i>					
Dlouhodobý finanční majetek	3 925	3 925	3 925	3 925	3 925
Dlouhodobá aktiva po korekci	452 359	469 130	488 754	510 045	533 092
Oběžná aktiva celkem	578 533	579 759	582 576	597 247	625 655
<i>Provozně nenutná oběžná aktiva</i>					
Prodané zásoby materiálu	60 348	5 880	5 880	5 880	5 880
Pohledávky nesouvisející s hl. činností	24 397	24 397	24 397	24 397	24 397
Krátkodobý finanční majetek	12 322	6 137	19 772	32 720	47 215
Oběžná aktiva po korekci	481 466	543 345	532 527	534 250	548 163
	2010	2011	2012	2013	2014
Hodnota neprovozních aktiv celkem	100 992	40 339	53 974	66 922	81 417

Dále určím provozně nutný pracovní kapitál, který stanovím jako rozdíl mezi provozně potřebnými oběžnými aktivy a krátkodobými neúročenými závazky. Uvádím pouze souhrnnou položku neúročený cizí kapitál z výše uvedených důvodů.

Tabulka 26: Provozně nutný pracovní kapitál

Položka v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Oběžná aktiva po korekci	481 466	543 345	532 527	534 250	548 163
Neúročený cizí kapitál	154 184	158 475	158 498	160 704	163 655
Provozně nutný pracovní kapitál	327 282	384 870	374 029	373 546	384 508

Nyní je možné stanovit celkový provozně nutný investovaný kapitál, který představuje součet dlouhodobých potřebných provozních aktiv a provozně nutného pracovního kapitálu. Následující tabulka uvádí výsledné hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu.

Tabulka 27: Stanovení provozně nutného majetku

Položka v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobá provozně potřebná aktiva	452 359	469 130	488 754	510 045	533 092
Provozně nutný pracovní kapitál	327 282	384 870	374 029	373 546	384 508
Provozně nutný investovaný kapitál	779 641	854 000	862 783	883 591	917 600

Vzhledem k faktu, že podnik disponuje také provozně nepotřebnými aktivy, je nutné očistit výsledek hospodaření o výnosy, případně náklady s tímto majetkem souvisejícími. Získám tak tzv. korigovaný výsledek hospodaření, s kterým je již možné pracovat v rámci ocenění výnosovými metodami. Při výpočtu korigovaného VH vycházím z provozního výsledku hospodaření. Z výnosů podniku tedy vyloučím tržby z prodeje materiálu a z nákladů náklady na tento prodaný materiál. Další položky, které by měly vliv na korigovaný výsledek hospodaření, jsem ve finančním plánu neuvažoval, protože se ve většině jedná o jednorázové a nahodilé hodnoty, které se dají jen obtížně predikovat. Následující tabulka obsahuje korekci provozního výsledku hospodaření a výsledný korigovaný výsledek hospodaření společnosti ZKL Brno v návaznosti na finanční plán.

Tabulka 28: Korigovaný výsledek hospodaření společnosti ZKL Brno

Položka v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření	23 899	35 221	45 644	59 522	76 228
– Tržby z prodeje materiálu	68 598	6 000	6 000	6 000	6 000
+ Náklady na prodaný materiál	60 348	5 880	5 880	5 880	5 880
Korigovaný výsledek hospodaření	15 650	35 101	45 524	59 402	76 108

2.5.4 Stanovení hodnoty podniku metodou diskontovaného čistého cash flow

2.5.4.1 Metoda DCF entity

Pro ocenění podniku metodou DCF entity nahlížím na podnik jako na celek, který vytváří hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Vycházím proto z peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky i věřitele, a získám celkovou hodnotu podniku (tzv. hodnotu brutto), když od ní bude odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění, získám hodnotu vlastního kapitálu (tzv. hodnotu netto).

Jak jsem uvedl v teoretické části práce, pro ocenění metodou DCF entity je potřebné určit relevantní peněžní toky, které se nazývají peněžní toky do firmy (free cash flow to firm), neboli peněžní toky pro vlastníky a věřitele. Vycházím z korigovaného výsledku hospodaření, který upravím o odpisy a investice do provozně nutného majetku. Potřebné úpravy, které provedl systém EVALENT na základě finančního plánu, jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 29: Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele - FCFF

Položka v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Korigovaný provozní VH před zdaněním	15 650	35 101	45 524	59 402	76 108
Zdanění korigovaného provozního VH	2 973	6 669	8 650	11 286	14 460
Korigovaný provozní VH po zdanění	12 676	28 431	36 875	48 116	61 647
Odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv	42 293	43 286	44 097	43 172	42 641
Peněžní tok z provoz. činnosti před změnami pracovního kapitálu	52 168	71 717	80 972	91 287	104 288
Změny pracovního kapitálu	94 965	-57 672	10 789	437	-11 029
Peněžní tok z provozní činnosti	147 133	14 045	91 761	91 724	93 260
Změna provozně nutných stálých aktiv	-12 689	-60 057	-63 721	-64 462	-65 688
Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)	134 444	-46 011	28 039	27 262	27 572

Nyní můžeme přistoupit k samotnému stanovení hodnoty podniku ZKL Brno metodou DFC entity, pro jehož výpočet jsem zvolil dvoufázovou metodu, která je v praxi nejpoužívanější. Výsledná hodnota první fáze, tedy pro plánované období let 2010 až 2014, určená součtem diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele k 1. 1. 2010 činí 145 364 Kč.

Výsledná celková hodnota firmy je určena také hodnotou 2. fáze, tzv. pokračující hodnotou (continuing value). Výše pokračující hodnoty tvoří obvykle poměrně větší část celkové výnosové hodnoty podniku a je ovlivněna technikou výpočtu, kterou pro její stanovení použijeme. V případě stanovení hodnoty podniku s pomocí perpetuity vycházím z volného peněžního toku v posledním roce plánu. Důležitou částí stanovení hodnoty podniku s pomocí perpetuity je očekávané tempo růstu podniku ve druhé fázi, které jsem určil na úrovni 3 %. Vycházím z provedené strategické a finanční analýzy a z předpokládaného vývoje podniku a celého odvětví i průmyslu. Následující tabulka obsahuje jednotlivé vstupy pro stanovení celkové hodnoty podniku.

Tabulka 30: Metoda DCF entity - hodnota společnosti ZKL Brno stanovená pomocí perpetuity

Volný peněžní tok v posledním roce plánu	tis. Kč	27 572
Zadané tempo růstu VPT ve 3. fázi	%	3,00
Hodnota 1. fáze	tis. Kč	145 364
Hodnota 2. fáze	tis. Kč	398 637
Provozní hodnota firmy	tis. Kč	544 001
Výsledná hodnota firmy k 1. 1. 2010	tis. Kč	574 263
Hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2010	tis. Kč	226 425

Na základě výše uvedených předpokladů jsem stanovil výslednou hodnotu společnosti ZKL Brno pomocí metody DCF entity s 2. fází určenou z perpetuity k 1. 1. 2010 ve výši 574 263 tis. Kč.

Další způsob stanovení celkové hodnoty podniku metodou DCF entity představuje určení hodnoty 2. fáze prostřednictvím účetní hodnoty. Jedná se o nejjednodušší, ale také nejméně odůvodněnou metodu. Vycházím z finančního plánu v posledním plánovaném roce, kdy celkový investovaný kapitál (provozně nutný) vynásobím diskontní sazbou odpovídající poslednímu roku plánu.

Tabulka 31: Metoda DCF entity - hodnota společnosti ZKL Brno stanovená pomocí účetní hodnoty

Účetní hodnota v posledním roce plánu	tis.Kč	1 165 171
Hodnota DFM (bez provozně nutného) pro 2. fázi	tis.Kč	3 925
Korekce složek účetní hodnoty pro poslední rok plánu	tis.Kč	38 448
Korigovaná účetní hodnota firmy v posledním roce plánu	tis.Kč	1 122 798
Hodnota 1. fáze	tis.Kč	145 364
Hodnota 2. fáze	tis.Kč	754 327
Provozní hodnota firmy	tis.Kč	899 691
Výsledná hodnota firmy k 1. 1. 2010	tis.Kč	929 953
Hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2010	tis. Kč	582 115

Výsledná hodnota společnosti ZKL Brno pomocí metody DCF entity s 2. fází určenou z účetní hodnoty je k 1. 1. 2010 stanovena ve výši 929 953 tis. Kč.

Poslední způsob stanovení celkové hodnoty podniku metodou DFC entity bude proveden s pomocí určení 2. fáze hodnoty na základě likvidační hodnoty. Tuto metodu je vhodné použít v případě, kdy plánovaná životnost firmy je ohraničena. Oceňovaného podniku se tedy přímo netýká, ale jedná se o hodnotu často žádanou, protože představuje hodnotu, za kterou by mohl být majetek podniku rozprodán, případně by se jednalo o výchozí hodnotu při rozdělení podniku nebo jeho likvidaci.

Tabulka 32: Metoda DCF entity - hodnota společnosti ZKL Brno stanovená pomocí likvidační hodnoty

Likvidační hodnota	tis.Kč	1 161 246
Hodnota 1. fáze	tis.Kč	145 364
Hodnota 2. fáze	tis.Kč	780 157
Provozní hodnota firmy	tis.Kč	925 521
Výsledná hodnota firmy k 1. 1. 2010	tis.Kč	955 783
Hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2010	tis.Kč	607 945

Výsledná hodnota společnosti ZKL Brno pomocí metody DCF entity s 2. fází určenou z likvidační hodnoty je k 1.1 2010 stanovena ve výši 955 783 tis. Kč.

2.5.4.2 Metoda DCF equity

Při ocenění podniku metodou DCF equity se pokusím vyčíslit bezprostředně hodnotu vlastního kapitálu, vycházím proto z peněžních toků, které by byly k dispozici vlastníkům (free cash flow to equity), musím proto provést následující úpravy. Od korigovaného provozního výsledku hospodaření po daních odečtu nejprve nákladové

úroky, následně budou přičteny odpisy a ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů, naopak budou odečteny investice do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Dále odečtu úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít a splátky úročeného cizího kapitálu, na závěr přičtu nově přijatý úročený cizí kapitál a ziskům tak požadované volné peněžní toky pro vlastníky. Následující tabulka obsahuje výpočet volných peněžních toků pro vlastníky. Pro výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity budou jako diskontní míra použity náklady vlastního kapitálu.

Tabulka 33: Volný peněžní tok pro vlastníky – FCFE

Položka v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Korigovaný provozní VH před zdaněním I	15 650	35 101	45 524	59 402	76 108
Nákladové úroky	11 223	9 583	9 302	9 020	8 755
Korigovaný provozní VH před zdaněním II	4 427	25 518	36 222	50 381	67 353
Zdanění korigovaného VH	841	4 848	6 882	9 572	12 797
Korigovaný provozní VH po zdanění	3 586	20 669	29 340	40 809	54 556
Odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv	42 293	43 286	44 097	43 172	42 641
Změna zůstatků časového rozlišení a dohadných účtů	-2 801	0	0	0	0
Změny pracovního kapitálu	94 965	-57 672	10 789	437	-11 029
Peněžní tok z provozní činnosti	138 042	6 283	84 226	84 418	86 169
Změna provozně nutných stálých aktiv	-12 689	-60 057	-63 721	-64 462	-65 688
Změna cizího úročeného kapitálu	-65 045	-7 597	-7 556	-7 688	-6 687
Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)	60 308	-61 371	12 948	12 267	13 793

Na základě výše uvedených údajů lze stanovit výslednou hodnotu podniku pro vlastníky metodou DCF equity plynoucí z volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Hodnota první fáze činí 30 321 tis. Kč a celková hodnota vlastního kapitálu 137 387 tis. Kč. Výsledná hodnota společnosti ZKL Brno metodou DCF equity k 1. 1. 2010 činí 515 487 tis. Kč.

Tabulka 34: Hodnota společnosti ZKL Brno stanovená metodou DCF equity

Hodnota neprovozních aktiv	tis.Kč	30 262
Cizí úročený kapitál	tis.Kč	347 838
Volný peněžní tok v posledním roce plánu	tis.Kč	13 793
Tempo růstu volného peněžního toku pro 2. fázi	%	3,0
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	%	10,98

Hodnota 1. fáze	tis.Kč	30 321
Hodnota 2. fáze	tis.Kč	107 066
Provozní hodnota vlastního kapitálu	tis.Kč	137 387
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2010	tis.Kč	167 649
Výsledná hodnota firmy k 1. 1. 2010	tis.Kč	515 487

2.5.4.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Podstatou metody kapitalizovaných čistých výnosů je určení tzv. odnímatelných čistých výnosů. V praxi se užívají dvě metody výpočtu hodnoty podniku v závislosti na tom, zda do ocenění zahrneme trvale odnímatelné čisté výnosy z minulých let nebo bude ocenění založeno na prognóze budoucích výsledků hospodaření. Rozlišujeme tedy propočet výnosové hodnoty paušální metodou, respektive analytickou metodou. V obou případech počítám výnosovou hodnotu podniku pouze z výnosů pro vlastníky, výsledná hodnota je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Ze stejného důvodu jako u metod DCF je nejprve nutné provést úpravu minulých výsledků hospodaření. Tyto úpravy zahrnují zejména oddělení veškerých významných položek nákladů a výnosů, které plynou z provozně nenutného majetku a další úpravy, které povedou k získání skutečných výsledků hospodaření, které by případně mohly být rozděleny, a dosažení srovnatelnosti a kontinuity mezi minulostí a budoucností. Veškeré úpravy hospodářského výsledku provedl systém EVALENT, v případě analytické metody bylo vycházeno z finančního plánu podniku pro roky 2010 až 2014.

Pro určení hodnoty oceňovaného podniku paušální metodou jsem vycházel z odnímatelných čistých výnosů za sledované období v letech 2005 až 2009. Následně jsem stanovil váhy těmto výnosům v jednotlivých letech tak, že nejvyšší váhu mají výsledky blízké současnosti a směrem k roku 2005 váhy klesají. Prof. Mařík doporučuje upravit váhy výnosů individuálních období, pokud byly způsobeny neobvyklým příčinami nebo pokud šlo o ojedinělé extrémy. Vzhledem k situaci roku 2009, kdy byly výsledky společnosti negativně ovlivněny ekonomickou krizí a jednalo se tak o výjimečnou situaci v kontextu běžné činnosti podniku, jsem udělil menší váhu také čistým odnímatelným výnosům podniku v roce 2009. Pro výpočet uvažuji diskontní míru na úrovni průměrných nákladů na vlastní kapitál za dané období. Následující tabulka obsahuje výsledné hodnoty oceňovaného podniku.

Tabulka 35: Hodnota společnosti ZKL Brno stanovená paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Vážený odnímatelný čistý výnos	tis. Kč	3 048
Diskontní sazba	%	11,92
Provozní hodnota vlastního kapitálu	tis.Kč	25 571
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2010	tis.Kč	55 833
Výsledná hodnota firmy k 1. 1. 2010	tis.Kč	403 671

Výsledná hodnota společnosti ZKL Brno paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů k 1. 1. 2010 činí 403 671 tis. Kč. Vzhledem k tomu, že se jedná o ocenění současného potenciálu podniku na základě minulých výsledků, které nezachycuje budoucí růstové příležitosti, může být na tuto hodnotu nahlíženo jako na určitou spodní mez výnosové hodnoty společnosti ZKL Brno.

Poslední metoda, která bude použita pro ocenění společnosti ZKL Brno, je založená na prognóze budoucích odnímatelných čistých výnosů. Opět využiji techniku propočtu dvoufázové metody. Oceňovací systém EVALENT vyčlenil korigované odnímatelné čisté výnosy pro jednotlivé plánované roky na základě finančního plánu a s využitím diskontní míry na úrovni prognózovaných nákladů na vlastní kapitál stanovil hodnoty podniku, které jsou uvedené v následující tabulce. Pro určení tempa růstu korigovaného odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi opět vycházím z provedené strategické a finanční analýzy a z předpokládaného vývoje podniku a celého odvětví i průmyslu.

Tabulka 36: Hodnota společnosti ZKL Brno stanovená analytickou metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Hodnota neprovozních aktiv	tis.Kč	30 262
Cizí úročený kapitál	tis.Kč	347 838
Odnímatelný čistý výnos v posledním roce plánu	tis.Kč	54 556
Tempo růstu korigovaného odnímatelného čistého výnosu pro 2. fázi	%	3,0
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	%	10,98
Hodnota 1. fáze	tis.Kč	101 320
Hodnota 2. fáze	tis.Kč	396 562
Provozní hodnota vlastního kapitálu	tis.Kč	497 882
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2010	tis.Kč	528 144
Výsledná hodnota firmy k 1. 1. 2010	tis.Kč	875 982

Výsledná hodnota společnosti ZKL Brno analytickou metodou kapitalizovaných čistých výnosů k 1. 1. 2010 činí 875 982 tis. Kč.

2.5.5 Syntéza výsledků ocenění společnosti ZKL Brno

Závěrečnou částí stanovení hodnoty podniku je určení jediné hodnoty syntézou výše uvedených výsledků, která bude představovat výslednou hodnotu společnosti ZKL Brno. Běžně se výsledné horní i spodní hranice hodnot podniku odpovídající jednotlivým použitým metodám od sebe značně odlišují. Výjimkou není ani případ oceňovaného podniku ZKL Brno. Podle doporučení prof. Maříka tedy výslednou hodnotu podniku stanovím na základě váženého aritmetického průměru individuálních výsledků. Přiřazení vah jednotlivým metodám bude provedeno zohledněním kvality a spolehlivosti vstupních dat a s ohledem na současnou situaci oceňovaného podniku a relevantního trhu a jejich prognózu. Následující tabulka obsahuje výsledné hodnoty použitých výnosových metod ocenění společně s přidělenými váhami a konečnou hodnotu společnosti ZKL Brno.

Tabulka 37: Syntéza výsledků jednotlivých metod ve výslednou hodnotu společnosti ZKL Brno

Použitá metoda	Váha	tis.Kč	Hodnota netto	Hodnota brutto
Metoda DCF entity stanovená pomocí perpetuity	1	tis.Kč	226 425	574 263
Metoda DCF entity z účetní hodnoty	0,5	tis.Kč	582 115	929 953
Metoda DCF entity z likvidační hodnoty	0,5	tis.Kč	607 945	955 783
Metoda DCF equity	1	tis.Kč	167 649	515 487
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů - paušální	0,5	tis.Kč	55 833	403 671
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů - analytická	1	tis.Kč	528 144	875 982
Výsledná hodnota firmy k 1. 1. 2010	-	tis.Kč	343 370	691 208

Souhrnné ocenění bylo provedenou syntézou výše uvedených výsledků s přihlédnutím k jednotlivým vahám oceňovacích metod, které byly přiřazeny na základě veškerých provedených analýz a intuici oceňovatele. Metodě DCF entity z účetní a likvidační hodnoty přiřadím nižší váhy, protože u oceňovaného podniku předpokládám dlouhodobou existenci (tzv. going concern) a pokračování v současné činnosti. S tím souvisí přiřazení vyšší váhy hodnotě určené metodou DCF z perpetuity, kdy předpokládám pokračující činnost podniku vyjádřenou volným peněžním tokem pro vlastníky i věřitele, který se bude vyvíjet dle predikovaného tempa růstu. Vyšší váhu přidělím také metodě DCF equity, především z důvodu vyčíslení hodnoty firmy na

základě volných peněžních toků pro vlastníky, které jsou pro účel ocenění důležité. Nižší váhu přiřadím paušální metodě kapitalizovaných čistých výnosů, především proto, že nebere v úvahu budoucí růstové možnosti oceňovaného podniku, které vychází z prognóz oceňovatele a z očekávání managementu. Naopak vyšší váhu přiřadím analytické metodě kapitalizovaných čistých výnosů, která z predikovaného budoucího vývoje, respektive očekávaných odnímatelných čistých výnosů vychází.

Výsledná subjektivní hodnota vlastního kapitálu společnosti ZKL Brno k 1. 1. 2010 činí **343 370 tis. Kč.**

Výsledná subjektivní hodnota společnosti ZKL Brno k 1. 1. 2010 činí **691 208 tis. Kč.**

Závěr

Diplomová práce byla zpracována s cílem stanovení hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s. z pohledu vrcholového managementu podniku pro interní potřeby majitelů k rozhodnému dni 1. 1. 2010. Pro splnění daného cíle jsem nejprve vypracoval literární rešerši z relevantních zdrojů, které se problematikou oceňování zabývají. Teoretická východiska jsou koncipována tak, aby stručně a srozumitelně seznámila čtenáře se základními pojmy v oblasti oceňování. Současně jsou zaměřena na ty nejpodstatnější fáze postupu ocenění, které zahrnují strategickou, respektive finanční analýzu a analýzu a prognózu relevantního trhu. Teoretickou část uzavírá vysvětlení jednotlivých oceňovacích metod, které jsou použity v praktické části diplomové práce.

V úvodu praktické části byla představena oceňovaná společnost ZKL Brno, a.s., která se zabývá zejména výrobou valivých ložisek rozličných rozměrů i typů. Dále byla provedena důkladná strategická analýza, která zahrnovala analýzu obecného a oborového okolí oceňovaného podniku a vymezení relevantního trhu společně s prognózou budoucího vývoje. Pro posouzení finanční stability společnosti ZKL Brno, a.s. byla také provedena finanční analýza minulých účetních výkazů. Na základě zpracování veškerých analýz jsem posoudil budoucí perspektivy oceňovaného podniku jako uspokojivé, a proto jsem pro stanovení hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s. zvolil výnosové metody ocenění. Pro jejich použití bylo třeba sestavit strategický finanční plán na pětileté období, který byl zpracován pomocí systému pro tvorbu a hodnocení podnikatelské strategie STRATEX. Finanční plán reflektuje plánované účetní výkazy pro rok 2010 a 2011, hodnoty ve zbylých třech letech plánu byly určeny na základě předpokládaného vývoje a konzultací s ekonomickým vedením podniku. Finanční analýza finančního plánu potvrdila pozitivní perspektivy podniku v budoucích letech.

Sestavením finančního plánu byl splněn základní předpoklad pro stanovení hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s. výnosovými metodami. Velmi důležitou součástí ocenění bylo také určení diskontní míry pro jednotlivé metody ocenění, která představovala vážené průměrné náklady na kapitál, respektive náklady na vlastní kapitál. Samotné ocenění výnosovými metodami bylo provedeno s pomocí oceňovacího systému EVALENT, který na základě vstupů ve formě finančního plánu, korigovaných

výsledků hospodaření, volných peněžních toků a odpovídající diskontní sazby stanovil hodnoty podniku pro individuální výnosové metody.

Hodnota podniku byla vzhledem k účelu ocenění určena váženým aritmetickým průměrem použitých výnosových metod, tedy metody diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, metody diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky a metody kapitalizovaných čistých výnosů. Výsledná subjektivní hodnota vlastního kapitálu společnosti ZKL Brno k 1. 1. 2010 činí **343 370 tis. Kč**. Výsledná subjektivní hodnota společnosti ZKL Brno, a.s k 1. 1. 2010 činí **691 208 tis. Kč**.

K výsledné hodnotě oceňovaného podniku přistupuji s pokorou a nekladu si žádné nároky na její objektivní správnost. Při zpracování projektu stanovení hodnoty společnosti ZKL Brno, a.s. jsem postupoval dle svého nejlepšího vědomí a svědomí. Je však jisté, že při ocenění výnosovými metodami získáme tolik hodnot, kolik odborníků bude daný podnik oceňovat. Jedním z hlavních důvodů, jak uvádí Tomáš Krabec je, že: „Firma není jen černou schránkou mající za úkol maximalizovat zisk, ale složitým sociálně ekonomickým prostředím.“ (8) A právě fakt, že jakýkoliv podnik a ostatně veškerá ekonomika je založena především na lidech, jejichž jednání je v realitě ovlivňováno nepřeberným množstvím faktorů a lze jej jen těžko předvídat, z něj činí tu nejobtížněji ocenitelnou „věc hromadnou.“ Což ovšem neznamená, že bychom se o hledání té správné hodnoty podniku neměli pokoušet, právě naopak, jedná se o velmi zajímavý proces, při kterém se každý jeho účastník obohatí o nové poznatky a rozšíří své obzory.

Seznam použitých zdrojů

Literatura

- [1] BREALEY, R.A., MYERS, S. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press, 2000. 1069 s. ISBN 80-7226-189-4
- [2] COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, 1991. 359 s. ISBN 80-85605-41-4
- [3] ČERNÁ, A., aj. *Finanční analýza*. Praha: Bankovní institut, 1997. 293 s.
- [4] DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation – Security analysis for investment and corporate finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006. ISBN-10 0-471-75121-9
- [5] FOTR, J. *Strategické finanční plánování*. Praha: Grada Publishing, 1999. 152 s. ISBN 80-7169-694-3
- [6] KEŘKOVSKÝ, M., VYKYPĚL, O. *Strategické řízení*. Praha: C. H. Beck, 2006. 206 s. ISBN 80-7179-453-8
- [7] KOLEŇÁK, J. a SYCHROVÁ, L. *Mezinárodní obchod*. FP, VUT v Brně. 2010. 118 str. ISBN 978-80-214-4069-2
- [8] KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0
- [9] MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2
- [10] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X
- [11] NÝVLTOVÁ, R., MARINIČ, P. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3158-2.
- [12] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6
- [13] SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8W

Internetové zdroje

- [14] *Certifikáty* [online]. 2010 [cit. 2011-04-03]. Dostupné z www:
<<http://www.zkl.cz/cs/o-nas/certifikaty>>
- [15] ČNB – *Kurzy devizového trhu*. 2011 [cit. 2011-05-08]. Dostupné z www:
<http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp>
- [16] ČSÚ - *Makroekonomický vývoj ČR v roce 2009* [online]. 2010 [cit. 2011-04-18]. Dostupné z www:
<[http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/34001FB435/\\$File/06_1101-10_kap.2%20a%202.1.pdf](http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/34001FB435/$File/06_1101-10_kap.2%20a%202.1.pdf)>
- [17] ČSÚ - *Míra inflace v ČR v roce 2010* [online]. 2011 [cit. 2011-04-18]. Dostupné z www:
<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>
- [18] ČSÚ - *Národní účty* [online]. 2011 [cit. 2011-04-16]. Dostupné z www:
<zdroj: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-hdp>>
- [19] ČSÚ – *Odvětvová klasifikace ekonomických činností* [online]. 2008 [cit. 2011-04-25]. Dostupné z www:
<[http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/okce_d/\\$File/021603vd.pdf](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/okce_d/$File/021603vd.pdf)>
- [20] ČSÚ – *Průmysl, energetika – časové řady* [online]. 2011 [cit. 2011-04-25]. Dostupné z www: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/pru_cr>
- [21] ČSÚ – *Převodníky* [online]. 2008 [cit. 2011-04-25]. Dostupné z www:
<<http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/prevodniky>>
- [22] ČSÚ - *Vývoj české ekonomiky v roce 2010* [online]. 2011 [cit. 2011-04-18]. Dostupné z www:
<[http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/550035F0CB/\\$File/e110910q4t.pdf](http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/550035F0CB/$File/e110910q4t.pdf)>
- [23] EUROSTAT – *Real GDB growth rate*. 2011 [cit. 2011-04-26]. Dostupné z www:
<<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tsieb020&language=en>>
- [24] *Historie koncernu ZKL* [online]. 2010 [cit. 2011-04-02]. Dostupné z www:
<<http://www.zkl.cz/cs/o-nas/historie-koncernu-zkl>>

- [25] MFČR – *Emisní kalendář*. 2011 [cit. 2011-05-11]. Dostupné z www:
<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_emise_sdd.html>
- [26] MPO – *Analytické materiály a statistiky*. 2005-2010 [cit. 2011-04-25].
Dostupné z www: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>>
- [27] MPO – *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za rok 2008*. 2009
[cit. 2011-04-27]. Dostupné z www:
<<http://www.mpo.cz/dokument47753.html>>
- [28] MPO – *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za rok 2009*. 2010
[cit. 2011-04-27]. Dostupné z www:
<<http://www.mpo.cz/dokument66054.html>>
- [29] OECD - *Statistics* [online]. 2011 [cit. 2011-04-16]. Dostupné z www:
<http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1_00.html>
- [30] *Organizace prodeje* [online]. 2010 [cit. 2011-04-03]. Dostupné z www:
<<http://www.zkl.cz/cs/prodejni-sit/organizace-prodeje-zkl>>
- [31] *Organizační struktura koncernu ZKL* [online]. 2010 [cit. 2011-04-03].
Dostupné z www: <<http://www.zkl.cz/cs/o-nas/organizacni-struktura-koncernu-zkl>>
- [32] *Produkty ZKL* [online]. 2010 [cit. 2011-04-02]. Dostupné z www:
<<http://www.zkl.cz/cs/vyroba/produkty>>
- [33] *Stern – Damodaran Online* [online]. 2011 [cit. 2011-05-15]. Dostupné z www:
<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

Ostatní zdroje

- [34] EKONOM, č. 11, 2011: str. 41
- [35] EKONOM, č.15, 2011: str. 43
- [36] International Valuation Standards 2000. London. International Valuation Standards Committee, 2000
- [37] Výroční zprávy ZKL Brno, a.s., Brno: ZKL, a.s. 2005, 2006, 2007, 2008, 2009

Seznam tabulek, grafů a obrázků

Seznam tabulek

Tabulka 1: Postup výpočtu FCF	31
Tabulka 2: Srovnání vlastností finančního trhu aktiva a trhu podniku	35
Tabulka 3: Úprava VH za běžnou činnost na NOPAT	38
Tabulka 4: Plánované změny v novém zákonu o obchodních korporacích.....	47
Tabulka 5: Vývoj HDP ČR a EU	48
Tabulka 6: Hodnota tržeb v odvětví a za podnik ZKL Brno v mil. Kč	60
Tabulka 7: Relevantní trh a jeho predikce	64
Tabulka 8: Výsledná analýza atraktivity relevantního trhu (CZ NACE 28)	66
Tabulka 9: Výsledný profil analýzy konkurenční síly oceň. podniku ZKL Brno	66
Tabulka 10: Relevantní trh a tržby, tržní podíl společnosti ZKL Brno a jeho predikce.	68
Tabulka 11: Struktura hospodářského výsledku společnosti ZKL Brno	74
Tabulka 12: Rozdílové ukazatele ZKL Brno	75
Tabulka 13: Ukazatele rentability společnosti ZKL Brno	76
Tabulka 14: Ukazatele likvidity společnosti ZKL Brno	77
Tabulka 15: Ukazatele aktivity společnosti ZKL Brno	78
Tabulka 16: Ukazatele zadluženosti společnosti ZKL Brno	78
Tabulka 17: Bezriziková úroková míra státních dluhopisů v roce 2011	90
Tabulka 18: Vstupní položky pro určení nákladů VK a výsledné náklady na VK dle koeficientu β	92
Tabulka 19: Expertní stanovení β koeficientu v systému EVALENT	93
Tabulka 20: Náklady na vlastní kapitál určené stavebnicovou metodou INFA	94
Tabulka 21: Náklady na vlastní kapitál určené komplexní stavebnicovou metodou I a II	95
Tabulka 22: Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu v 1. fázi	96
Tabulka 23: Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu v 2. fázi	96
Tabulka 24: Vážené průměrné náklady kapitálu - WACC	97
Tabulka 25: Stanovení provozně nutného majetku.....	98
Tabulka 26: Provozně nutný pracovní kapitál	99

Tabulka 27: Stanovení provozně nutného majetku.....	99
Tabulka 28: Korigovaný výsledek hospodaření společnosti ZKL Brno.....	99
Tabulka 29: Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele - FCFF	100
Tabulka 30: Metoda DCF entity - hodnota společnosti ZKL Brno stanovená pomocí perpetuity	101
Tabulka 31: Metoda DCF entity - hodnota společnosti ZKL Brno stanovená pomocí účetní hodnoty.....	102
Tabulka 32: Metoda DCF entity - hodnota společnosti ZKL Brno stanovená pomocí likvidační hodnoty	102
Tabulka 33: Volný peněžní tok pro vlastníky – FCFE	103
Tabulka 34: Hodnota společnosti ZKL Brno stanovená metodou DCF equity	103
Tabulka 35: Hodnota společnosti ZKL Brno stanovená paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů	105
Tabulka 36: Hodnota společnosti ZKL Brno stanovená analytickou metodou kapitalizovaných čistých výnosů	105
Tabulka 37: Syntéza výsledků jednotlivých metod ve výslednou hodnotu společnosti ZKL Brno.....	106

Seznam grafů

Graf 1: Obyvatelstvo starší 65 let	45
Graf 2: Kurz USD/CZK	51
Graf 3: Kurz EUR/CZK.....	51
Graf 4: Index průmyslové produkce v krizovém období.....	58
Graf 5: Tržby za vl. výr. a služby v odvětví dle klasifikace CZ NACE skupiny 28	60
Graf 6: Vývoj indexu tržeb v odvětví CZ NACE 28 a indexu reálného HDP ČR za období 2005 – 1.Q 2011	62
Graf 7: Růst hodnoty nových prům. zakázek v průmyslu a odvětví CZ NACE 28.....	63
Graf 8: Vývoj položek aktiv rozvahy	71
Graf 9: Vývoj položek pasiv rozvahy	72
Graf 10: Vývoj tržeb a nákladů společnosti ZKL Brno	74
Graf 11: Altmanův index společnosti ZKL Brno	79
Graf 12: Index IN 01 Společnosti ZKL Brno	80

Seznam obrázků

Obrázek 1: Budova ZKL	40
Obrázek 2: Speciální ložiska	42
Obrázek 3: Struktura koncernu ZKL, a.s.	43

Seznam příloh

- P I Vertikální a horizontální analýza rozvahy**
- P II Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty**
- P III Plánované finanční výkazy**
- P IV Analýza plánovaných finančních výkazů**
- P V Variantní finanční plán**
- P VI Propočet bezrizikové úrokové míry pro rok 2010**

P I Vertikální a horizontální analýza rozvahy

v tis. Kč	2005		2006		2007		2008		2009	
AKTIVA CELKEM	882 658	100,0%	928 405	100,0%	1 053 653	100,0%	1 303 899	100,0%	1 135 357	100,0%
Dlouhodobý majetek	311 582	35,3%	349 034	37,6%	397 163	37,7%	502 648	38,5%	470 309	41,4%
DNM	4 513	0,5%	3 573	0,4%	2 714	0,3%	5 618	0,4%	6 264	0,6%
DHM	303 144	34,3%	341 536	36,8%	390 524	37,1%	493 105	37,8%	460 120	40,5%
DFM	3 925	0,4%	3 925	0,4%	3 925	0,4%	3 925	0,3%	3 925	0,3%
Oběžná aktiva	563 458	63,8%	571 189	61,5%	650 229	61,7%	798 397	61,2%	661 895	58,3%
Zásoby	299 844	34,0%	326 085	35,1%	411 912	39,1%	237 678	18,2%	133 821	11,8%
Dlouhodobé pohledávky	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	15 579	1,4%
Krátkodobé pohledávky	262 434	29,7%	238 146	25,7%	224 989	21,4%	559 249	42,9%	485 941	42,8%
Krátkodobý finanční majetek	1 180	0,1%	6 958	0,7%	13 328	1,3%	1 470	0,1%	26 554	2,3%
Časové rozlišení	7 618	0,9%	8 182	0,9%	6 261	0,6%	2 854	0,2%	3 153	0,3%
PASIVA CELKEM	882 658	100,0%	928 406	100,0%	1 053 653	100,0%	1 303 899	100,0%	1 135 357	100,0%
Vlastní kapitál	549 378	62,2%	560 490	60,4%	562 225	53,4%	599 425	46,0%	586 735	51,7%
Základní kapitál	828 200	93,8%	828 200	89,2%	828 200	78,6%	828 200	63,5%	828 200	72,9%
Kapitálové fondy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Rezervní fondy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
VH minulých let	-289 275	-32,8%	-278 822	-30,0%	-267 710	-25,4%	-265 975	-20,4%	-233 520	-20,6%
VH běžného období	10 453	1,2%	11 112	1,2%	1 735	0,2%	37 200	2,9%	-7 945	-0,7%
Cizí zdroje	333 280	37,8%	364 650	39,3%	490 343	46,5%	702 671	53,9%	545 515	48,0%
Rezervy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	19 737	1,5%	0	0,0%
Dlouhodobé závazky	36 130	4,1%	36 617	3,9%	31 297	3,0%	34 897	2,7%	31 800	2,8%
Krátkodobé závazky	164 797	18,7%	258 677	27,9%	222 629	21,1%	267 759	20,5%	169 877	15,0%
Bankovní úvěry a výpomoci	132 353	15,0%	69 356	7,5%	236 417	22,4%	380 278	29,2%	343 838	30,3%
Bankovní úvěry dlouhodobé	49 312	5,6%	34 405	3,7%	89 315	8,5%	148 217	11,4%	112 468	9,9%
Bankovní úvěry krátkodobé	83 041	9,4%	34 951	3,8%	147 102	14,0%	232 061	17,8%	231 370	20,4%
Časové rozlišení	0	0,0%	3 265	0,4%	1 085	0,1%	1 803	0,1%	3 107	0,3%

v tis. Kč	2005	2006		2007		2008		2009	
AKTIVA CELKEM	882 658	928 405	5,2%	1 053 653	13,5%	1 303 899	23,8%	1 135 357	-12,9%
Dlouhodobý majetek	311 582	349 034	12,0%	397 163	13,8%	502 648	26,6%	470 309	-6,4%
DNM	4 513	3 573	-20,8%	2 714	-24,0%	5 618	107,0%	6 264	11,5%
DHM	303 144	341 536	12,7%	390 524	14,3%	493 105	26,3%	460 120	-6,7%
DFM	3 925	3 925	0,0%	3 925	0,0%	3 925	0,0%	3 925	0,0%
Oběžná aktiva	563 458	571 189	1,4%	650 229	13,8%	798 397	22,8%	661 895	-17,1%
Zásoby	299 844	326 085	8,8%	411 912	26,3%	237 678	-42,3%	133 821	-43,7%
Dlouhodobé pohledávky	0	0		0		0		15 579	100,0%
Krátkodobé pohledávky	262 434	238 146	-9,3%	224 989	-5,5%	559 249	148,6%	485 941	-13,1%
Krátkodobý finanční majetek	1 180	6 958	489,7%	13 328	91,5%	1 470	-89,0%	26 554	1706,4%
Časové rozlišení	7 618	8 182	7,4%	6 261	-23,5%	2 854	-54,4%	3 153	10,5%
PASIVA CELKEM	882 658	928 406	5,2%	1 053 653	13,5%	1 303 899	23,8%	1 135 357	-12,9%
Vlastní kapitál	549 378	560 490	2,0%	562 225	0,3%	599 425	6,6%	586 735	-2,1%
Základní kapitál	828 200	828 200	0,0%	828 200	0,0%	828 200	0,0%	828 200	0,0%
Kapitálové fondy	0	0		0		0		0	
Rezervní fondy	0	0		0		0		0	
VH minulých let	-289 275	-278 822	4,0%	-267 710	4,0%	-265 975	1,0%	-233 520	12,0%
VH běžného období	10 453	11 112	6,3%	1 735	-84,4%	37 200	2044,1%	-7 945	-121,4%
Cizí zdroje	333 280	364 650	9,4%	490 343	34,5%	702 671	43,3%	545 515	-22,4%
Rezervy	0	0		0		19 737	100,0%	0	-100,0%
Dlouhodobé závazky	36 130	36 617	1,3%	31 297	-14,5%	34 897	11,5%	31 800	-8,9%
Krátkodobé závazky	164 797	258 677	57,0%	222 629	-13,9%	267 759	20,3%	169 877	-36,6%
Bankovní úvěry a výpomoci	132 353	69 356	-47,6%	236 417	240,9%	380 278	60,9%	343 838	-9,6%
Bankovní úvěry dlouhodobé	49 312	34 405	-30,2%	89 315	159,6%	148 217	65,9%	112 468	-24,1%
Bankovní úvěry krátkodobé	83 041	34 951	-57,9%	147 102	320,9%	232 061	57,8%	231 370	-0,3%
Časové rozlišení	0	3 265	100,0%	1 085	-66,8%	1 803	66,2%	3 107	72,3%

P II Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

v tis. Kč	2005		2006		2007		2008		2009	
Tržby z prodeje zboží	21 590	2,9%	26 172	3,2%	32 119	3,6%	29 249	2,7%	156	0,0%
Tržby z prodeje vl. výrobků a služeb	518 889	69,5%	616 086	75,3%	653 412	73,0%	882 618	81,5%	605 267	79,8%
Změna stavu zásob	79 589	10,7%	27 673	3,4%	52 836	5,9%	-159 950	-14,8%	-46 551	-6,1%
Aktivace	4 776	0,6%	2 854	0,3%	3 416	0,4%	3 202	0,3%	3 953	0,5%
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	84 459	11,3%	90 316	11,0%	103 342	11,5%	144 719	13,4%	137 549	18,1%
Výnosové úroky	924	0,1%	642	0,1%	617	0,1%	754	0,1%	663	0,1%
Ostatní provozní výnosy	25 773	3,5%	36 368	4,4%	29 137	3,3%	98 847	9,1%	25 673	3,4%
Ostatní finanční výnosy	10 636	1,4%	17 434	2,1%	20 592	2,3%	83 854	7,7%	31 685	4,2%
Mimořádné výnosy	211		402		220		184		6	
VÝNOSY CELKEM	746 847	100%	817 947	100%	895 691	100%	1 083 477	100%	758 401	100%
Náklady na prodané zboží	18 954	2,6%	23 222	2,9%	32 268	3,6%	29 210	2,8%	155	0,0%
Výkonová spotřeba	455 251	61,8%	498 833	61,8%	556 073	62,2%	574 125	54,9%	402 728	52,6%
Osobní náklady	132 553	18,0%	144 387	17,9%	152 098	17,0%	165 164	15,8%	139 449	18,2%
Prodané cenné papíry	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	190 000	18,2%	0	0,0%
Nákladové úroky	2 883	0,4%	5 696	0,7%	8 200	0,9%	19 439	1,9%	15 304	2,0%
Daň	-261	0,0%	3 369	0,4%	-4 342	-0,5%	5 150	0,5%	-3 097	-0,4%
Daně a poplatky	408	0,1%	359	0,0%	535	0,1%	457	0,0%	499	0,1%
Odpisy	22 337	3,0%	25 324	3,1%	30 088	3,4%	32 882	3,1%	41 550	5,4%
ZC prodaného DM a materiálu	83 035	11,3%	88 332	10,9%	101 743	11,4%	148 765	14,2%	129 504	16,9%
Změna stavu rezerv a OP	-633	-0,1%	-1 805	-0,2%	-3 422	-0,4%	-41 891	-4,0%	-3 203	-0,4%
Změna st. fin. rezerv a OP	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	19 737	1,9%	-19 737	-2,6%
Ostatní provozní náklady	7 205	1,0%	7 556	0,9%	8 889	1,0%	50 638	4,8%	8 312	1,1%
Ostatní finanční náklady	14 662	2,0%	11 562	1,4%	11 826	1,3%	42 600	4,1%	54 882	7,2%
Mimořádné náklady	0		0		0		-189 999		0	
NÁKLADY CELKEM	736 394	100%	806 835	100%	893 956	100%	1 046 277	100%	766 346	100%

v tis. Kč	2005	2006		2007		2008		2009	
Tržby z prodeje zboží	21 590	26 172	21,2%	32 119	22,7%	29 249	-8,9%	156	-99,5%
Tržby z prodeje vl. výrobků a služeb	518 889	616 086	18,7%	653 412	6,1%	882 618	35,1%	605 267	-31,4%
Změna stavu zásob	79 589	27 673	-65,2%	52 836	90,9%	-159 950	-402,7%	-46 551	70,0%
Aktivace	4 776	2 854	-40,2%	3 416	19,7%	3 202	-6,3%	3 953	23,5%
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	84 459	90 316	6,9%	103 342	14,4%	144 719	40,0%	137 549	-5,0%
Výnosové úroky	924	642	-30,5%	617	-3,9%	754	22,2%	663	-12,1%
Ostatní provozní výnosy	25 773	36 368	41,1%	29 137	-19,9%	98 847	239,2%	25 673	-74,0%
Ostatní finanční výnosy	10 636	17 434	63,9%	20 592	18,1%	83 854	307,2%	31 685	-62,2%
Mimořádné výnosy	211	402		220		184		6	-96,7%
VÝNOSY CELKEM	746 847	817 947	9,5%	895 691	9,5%	1 083 477	21,0%	758 401	-30,0%
Náklady na prodané zboží	18 954	23 222	22,5%	32 268	39,0%	29 210	-9,5%	155	-99,5%
Výkonová spotřeba	455 251	498 833	9,6%	556 073	11,5%	574 125	3,2%	402 728	-29,9%
Osobní náklady	132 553	144 387	8,9%	152 098	5,3%	165 164	8,6%	139 449	-15,6%
Prodané cenné papíry	0	0		0		190 000	100,0%	0	-100,0%
Nákladové úroky	2 883	5 696	97,6%	8 200	44,0%	19 439	137,1%	15 304	-21,3%
Daň	-261	3 369	1391,0%	-4 342	-228,9%	5 150	219,0%	-3 097	-160,1%
Daně a poplatky	408	359	-12,0%	535	49,0%	457	-14,6%	499	9,2%
Odpisy	22 337	25 324	13,4%	30 088	18,8%	32 882	9,3%	41 550	26,4%
ZC prodaného DM a materiálu	83 035	88 332	6,4%	101 743	15,2%	148 765	46,2%	129 504	-12,9%
Změna stavu rezerv a OP	-633	-1 805	-185,0%	-3 422	-90,0%	-41 891	-1124,0%	-3 203	92,0%
Změna st. fin. rezerv a OP	0	0		0		19 737		-19 737	-200,0%
Ostatní provozní náklady	7 205	7 556	4,9%	8 889	17,6%	50 638	469,7%	8 312	-83,6%
Ostatní finanční náklady	14 662	11 562	-21,1%	11 826	2,3%	42 600	260,2%	54 882	28,8%
Mimořádné náklady	0	0		0		-189 999		0	
NÁKLADY CELKEM	736 394	806 835	9,6%	893 956	10,8%	1 046 277	17,0%	766 346	-26,8%

P III Plánované finanční výkazy

Plánovaná rozvaha v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	1 037 317	1 055 315	1 077 755	1 113 716	1 165 171
Dlouhodobý majetek	456 284	473 055	492 679	513 970	537 017
DNM	5 048	2 995	2 289	1 623	957
DHM	447 311	466 135	486 465	508 422	532 135
DFM	3 925	3 925	3 925	3 925	3 925
Oběžná aktiva	578 533	579 759	582 576	597 247	625 655
Zásoby	88 772	93 211	96 753	100 623	105 655
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	434 521	436 862	422 506	420 034	428 483
Krátkodobý finanční majetek	55 240	49 687	63 317	76 589	91 517
Časové rozlišení	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
PASIVA CELKEM	1 037 317	1 055 315	1 077 755	1 113 716	1 165 171
Vlastní kapitál	597 540	618 844	648 818	690 261	745 451
Základní kapitál	828 200	828 200	828 200	828 200	828 200
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy	0	0	0	0	0
VH minulých let	-241 465	-230 660	-209 356	-179 382	-137 939
VH běžného období	10 805	21 304	29 974	41 443	55 190
Cizí zdroje	436 977	433 671	426 138	420 655	416 920
Rezervy	0	0	0	19 737	0
Dlouhodobé závazky	31 855	31 939	31 991	32 038	32 105
Krátkodobé závazky	142 329	146 536	146 507	148 666	151 550
Bankovní úvěry a výpomoci	262 793	255 196	247 640	239 952	233 265
Bankovní úvěry dlouhodobé	119 000	111 403	103 847	96 159	89 472
Bankovní úvěry krátkodobé	143 793	143 793	143 793	143 793	143 793
Časové rozlišení	2 800	2 800	2 800	2 800	2 800

Plánovaný výkaz zisku a ztráty v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Tržby z prodeje vl. výrobků a služeb	578 998	631 861	682 473	749 628	831 263
Změna stavu zásob	-22 572	4 704	8 991	7 160	7 351
Aktivace	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	68 598	6 000	6 000	6 000	6 000
Výnosové úroky	663	663	663	663	663
Ostatní provozní výnosy	25 673	25 673	25 673	25 673	25 673
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
VÝNOSY CELKEM	652 560	670 101	725 000	790 325	872 150
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	390 338	446 435	484 865	530 592	587 870
Osobní náklady	124 068	127 666	132 901	139 546	147 919
Prodané cenné papíry	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	11 223	9 583	9 302	9 020	8 755
Daň	2 535	4 997	7 031	9 721	12 946
Daně a poplatky	950	950	950	950	950
Odpisy	42 293	43 286	44 097	43 172	42 641
ZC prodaného DM a materiálu	60 348	5 880	5 880	5 880	5 880
Změna stavu rezerv a OP	0	0	0	0	0
Změna st. fin. rezerv a OP	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Ostatní finanční náklady	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
NÁKLADY CELKEM	641 755	648 797	695 026	748 881	816 960

P IV Analýza plánovaných finančních výkazů

V tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
VH před zdaněním a úroky EBIT	24 562	35 884	46 307	60 185	76 891
VH před zdaněním EBT	13 340	26 301	37 005	51 164	68 136
VH za účetní období EAT	10 805	21 304	29 974	41 443	55 190
Daň	2 535	4 997	7 031	9 721	12 946
Nákladové úroky	11 223	9 583	9 302	9 020	8 755

Rentabilita	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilita celkového kapitálu	2,37%	3,40%	4,30%	5,40%	6,60%
Rentabilita vlastního kapitálu	1,81%	3,44%	4,62%	6,00%	7,40%
Rentabilita tržeb	1,67%	3,34%	4,35%	5,48%	6,59%

Likvidita	2010	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita	2,02	2,00	2,01	2,04	2,12
Pohotová likvidita	1,71	1,68	1,67	1,70	1,76
Okamžitá likvidita	0,19	0,17	0,22	0,26	0,31

Zadluženost	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost	42,1%	41,1%	39,5%	37,8%	35,8%
Koeficient samofinancování	0,58	0,59	0,60	0,62	0,64
Koeficient zadluženosti	0,73	0,70	0,66	0,61	0,56
Úrokové krytí (koef.)	2,19	3,74	4,98	6,67	8,78

Zadluženost	2010	2011	2012	2013	2014
Obrat celkových aktiv (koef.)	0,62	0,60	0,64	0,68	0,72
Obrat dl. majetku (koef.)	1,42	1,35	1,40	1,47	1,56
Doba obratu zásob (dny)	49	53	51	48	45
Doba obratu pohledávek (dny)	242	247	221	200	184
Doba obratu závazků (dny)	79	83	77	71	65

P V Variantní finanční plán

Pesimistická varianta

V případě pesimistické varianty vycházíme z provedené strategické analýzy a z předpokladu, že očekávané oživení celkové investiční aktivity podniků nenastane. Poptávky po produktech oceňovaného podniku by se tak pouze velmi mírně navýšila oproti krizovému období a poté by stagnovala. Tato situace by se negativně projevila na celkových tržbách, výsledku hospodaření, došlo by také zhoršení likvidity a kapitálové struktury podniku.

Optimistická varianta

V případě optimistické varianty taktéž vycházíme z provedené strategické analýzy a z předpokladu, že relevantní odvětví a zpracovatelský průmysl České republiky by po výrazném útlumu v době hospodářské recese navázal na dobré výsledky z předkrizového období, kdy tržby v zpracovatelském průmyslu a relevantním odvětví rostly dvojciferným tempem. Celková pozitivní nálada a očekávání solidních výsledků velkých ekonomik by zapříčinily značné zvýšení poptávky po investicích, z čehož by nejvíce těžilo odvětví CZ NACE 25 a také oceňovaný podniku. Rentabilita podniku by se tak postupně dostala nad průměr odvětví, docházelo by k efektivnějšímu využití výrobních kapacit a k růstu produktivity.

S pomocí plánovacího systému STRATEX, do kterého jsme zadali hodnoty variantních finančních plánů, jsme získali následující základní výstupy.

Tržby v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Pesimistická	579 007	631 861	590 427	596 434	606 690
Realistická	579 007	631 861	682 479	749 662	831 272
Optimistická	579 007	631 861	802 010	949 800	1 120 692
EAT tis. Kč	-				
Pesimistická	1 420	16 058	13 385	8 957	5 468
Realistická	13 340	26 301	37 005	51 164	68 136
Optimistická	13 340	26 301	64 807	89 269	121 443

P VI Propočet bezrizikové úrokové míry pro rok 2010

	Název emise	Datum emise	Datum splatnosti	Objem (Váha) [mld. Kč]	Úrok [%]	Úrok x Váha
1.Q 2010	DI. ČR 5	18.1.2010	11.4.2019	7	5,0	35
	DI. ČR 2,8	1.2.2010	16.9.2013	8	2,8	22,4
	DI. ČR 5,7	15.2.2010	25.5.2024	6	5,7	34,2
	DI. ČR 3,4	1.3.2010	1.9.2015	8	3,4	27,2
	DI. ČR 5	8.3.2010	11.4.2019	6	5,0	30
	DI. ČR 3,4	22.3.2010	1.9.2015	7	3,4	23,8
2.Q 2010	DI. ČR 2,8	12.4.2010	16.9.2013	5	2,8	14
	DI. ČR 5,7	26.4.2010	25.5.2024	6	5,7	34,2
	DI. ČR 3,4	17.5.2010	1.9.2015	5	3,4	17
	DI. ČR 5	31.5.2010	11.4.2019	6	5,0	30
	DI. ČR 2,8	14.6.2010	16.9.2013	5	2,8	14
	DI. ČR 5,7	21.6.2010	25.5.2024	5	5,7	28,5
3.Q 2010	DI. ČR 3,4	19.7.2010	1.9.2015	7	3,4	23,8
	DI. ČR 5	26.7.2010	11.4.2019	8	5,0	40
	DI. ČR 2,8	9.8.2010	16.9.2013	7	2,8	19,6
	DI. ČR 5,7	23.8.2010	25.5.2024	8	5,7	45,6
	DI. ČR 3,4	6.9.2010	1.9.2015	7	3,4	23,8
	DI. ČR 2,8	13.9.2010	16.9.2013	7	2,8	19,6
	DI. ČR 5	20.9.2010	11.4.2019	6	5,0	30
4.Q 2010	DI. ČR 3,4	11.10.2010	1.9.2015	5	3,4	17
	DI. ČR 5,7	25.10.2010	25.5.2024	6	5,7	34,2
	DI. ČR 2,8	15.11.2010	16.9.2013	6	2,8	16,8
	DI. ČR 3,85	29.11.2010	29.9.2021	7	3,9	26,95
	DI. ČR 3,4	13.12.2010	1.9.2015	6	3,4	20,4
	CELKEM			154		628,05
	Bezriziková úroková míra pro rok 2010			4,08 %		