

Projekt stanovení hodnoty podniku OKNO, spol. s r.o. využitím výnosových metod oceňování

Bc. Miroslava Batoušková

Diplomová práce
2010



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2009/2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Miroslava BATOUŠKOVÁ**
Osobní číslo: **M07621**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku OKNO, spol. s r.o. využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy využívané pro stanovení hodnoty podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky vývoje hospodaření společnosti OKNO, spol. s r.o.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy trhu vypracujte strategický finanční plán společnosti.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

- [1] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. Praha: C.H.Beck 2001. ISBN 80-7179-227-6.
- [2] MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: EKOPRES, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [3] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Diskontní míra v oceňování. Praha: VŠE Institut oceňování majetku, 2001. ISBN 80-245-0228-3.
- [4] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Praha: LINDE, 2005. ISBN 80-86131-63-7.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Libor Fojtík**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **29. března 2010**
Termín odevzdání diplomové práce: **3. května 2010**

Ve Zlíně dne 29. března 2010



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby ¹⁾;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí;
- na moji diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3 ²⁾;
- podle § 60 ³⁾ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60 ³⁾ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům.

Ve Zlíně 29. dubna 2010



.....

1) zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

(1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlédnutí veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.

(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

2) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

(3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

3) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst.

3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

(2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá určením hodnoty podniku využitím výnosových metod oceňování – metody diskontovaných peněžních toků (DCF) a metody ekonomické přidané hodnoty (EVA). Teoretická část definuje podnik, kategorii hodnoty a důvody pro ocenění. Další kapitoly jsou věnovány metodám a postupu stanovení hodnoty podniku a vlivu faktoru času a rizika, který se do ocenění promítá prostřednictvím úrokové míry. Praktická část je věnována samotnému ocenění podniku, kterému předchází finanční a strategická analýza a určení generátorů hodnoty. Na základě předchozích analýz je zpracován strategický finanční plán a stanovena hodnota podniku.

Klíčová slova: ocenění podniku, finanční analýza, strategická analýza, výnosové metody ocenění.

ABSTRACT

This diploma thesis deals with determining the company's value by using yield valuation methods – discounted cash flow (DCF) and economic value added (EVA). The theoretical part defines the enterprise value of the category and the reasons for the valuation. Other chapters are devoted to the methods and procedures to determine the company's value and the time and risk factors in the interest rate. The practical part is devoted to the valuation of the company, preceded by the financial and strategic analysis and the value of generators. Based on the analysis, the strategic plan and eventually the value of the company are provided.

Keywords: valuation of the company, financial analysis, strategic analysis, yield valuation methods.

Děkuji za spolupráci a odbornou pomoc vedoucímu mé diplomové práce panu Ing. Liborovi Fojtíkovi. Dále chci poděkovat jednatelům společnosti OKNO, spol. s r.o. a paní Svatavě Kubišové za odbornou pomoc a poskytnutí informací.

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ	13
1.2 HLADINY HODNOTY PODNIKU	13
1.3 HODNOTA PODNIKU.....	13
1.3.1 Kategorie (standardy) hodnoty.....	14
1.3.1.1 Tržní hodnota /Market Value/.....	14
1.3.1.2 Subjektivní (investiční) ocenění /Investment Value or Worth/	14
1.3.1.3 Objektivizovaná hodnota	15
1.3.1.4 Kolínská škola.....	15
1.4 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	16
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	17
2.1 FAKTOR ČASU.....	17
2.2 FAKTOR RIZIKA	17
2.2.1 Diskontní míra.....	18
2.2.1.1 Diskontní míra a účel ocenění	18
3 DOPORUČENÝ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU A PŘEHLED ZÁKLADNÍCH METOD	20
3.1 PŘEHLED METOD PRO FINANČNÍ OCENĚNÍ PODNIKU.....	20
4 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ	22
4.1 METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW	22
4.1.1 Peněžní toky pro metodu DCF entity.....	23
4.1.2 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu.....	24
4.1.2.1 Dvoufázová metoda	24
4.1.2.2 Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy.....	26
4.1.3 Diskontní míra pro metodu DCF.....	26
4.1.3.1 Náklady na cizí kapitál	27
4.1.3.2 Náklady na vlastní kapitál.....	28
4.1.3.3 Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM.....	28
4.1.3.4 Průměrné vážené náklady kapitálu	30
4.2 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	30
4.2.1 Základní výpočet ukazatele EVA.....	31
4.2.2 Propočet NOA	31
4.2.3 Určení velikosti operačního výsledku hospodaření – NOPAT	32
4.2.4 EVA jako nástroj ocenění	32
4.2.5 Vztah metody DCF a EVA pro ocenění podniku.....	33
II PRAKTICKÁ ČÁST	35
5 ÚVOD K PRAKTICKÉ ČÁSTI	36
5.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI	36
5.2 HISTORIE SPOLEČNOSTI	36
6 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU	38

6.1	ÚČEL ANALÝZY	38
6.2	FINANČNÍ ZDRAVÍ.....	38
6.2.1	Všeobecné zásady	38
6.2.1.1	Způsoby ocenění majetku, odpisová politika	38
6.2.1.2	Tvorba opravných položek k majetku	38
6.2.2	Rozbor účetních výkazů.....	39
6.2.2.1	Rozvaha - aktiva	39
6.2.2.2	Rozvaha - pasiva	40
6.2.2.3	Výkaz zisku a ztrát.....	42
6.2.3	Poměrové ukazatele	44
6.2.3.1	Ukazatele likvidity.....	44
6.2.3.2	Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	45
6.2.3.3	Ukazatele rentability	47
6.2.3.4	Ukazatele aktivity	49
6.2.3.5	Du Pontův rozklad	50
6.2.3.6	Rychlý test	51
6.2.3.7	Altmanův model	52
6.3	ZÁVĚR FINANČNÍ ANALÝZY	53
7	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	55
7.1	MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA.....	55
7.1.1	Světová ekonomika a HDP	55
7.1.2	Měnová politika a inflace.....	56
7.1.3	Mzdy a nezaměstnanost	56
7.2	ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU A DOSAVADNÍ TENDENCE RELEVANTNÍHO TRHU	56
7.2.1	Vymezení relevantního trhu	56
7.2.1.1	Věcné vymezení.....	56
7.2.1.2	Teritoriální vymezení.....	56
7.2.1.3	Vymezení z hlediska zákazníků.....	57
7.2.1.4	Vymezení z hlediska konkurentů.....	57
7.2.1.5	Kvantitativní vymezení – odhad velikosti relevantního trhu.....	57
7.2.2	Prognóza vývoje relevantního trhu	57
7.2.3	Analýza atraktivity trhu.....	58
7.3	ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU A JEHO VNITŘNÍHO POTENCIÁLU	59
7.3.1	Stanovení tržního podílu a jeho vývoj	60
7.3.1.1	Konkurenční pozice podniku a faktory, které ji ovlivňují	60
7.3.1.2	Shrnutí konkurenční pozice	63
7.3.1.3	Hodnocení perspektivnosti podniku	64
7.3.1.4	Prognóza vývoje tržního podílu na trhu ČR a tržeb společnosti OKNO, spol. s r.o.	65
7.4	SHRUTÍ A ZÁVĚR STRATEGICKÉ ANALÝZY.....	65
8	GENERÁTORY HODNOTY A FINANČNÍ PLÁN.....	67
8.1	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	67
8.1.1	Provozně nutný investovaný kapitál	67
8.1.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	69
8.2	GENERÁTORY HODNOTY	70
8.2.1	Tržby	70

8.2.2	Provozní zisková marže	70
8.2.2.1	Prognóza ziskové marže shora.....	70
8.2.2.2	Prognóza dlouhodobého majetku.....	71
8.3	FINANČNÍ PLÁN	72
8.3.1	Plánovaná výsledovka	73
8.3.2	Plánovaný výkaz cash flow	74
8.3.3	Plánovaná rozvaha	76
8.3.4	Finanční analýza plánu.....	78
8.4	ZÁVĚR GENERÁTORŮ HODNOTY A FINANČNÍHO PLÁNU	78
9	PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU.....	79
9.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	79
9.1.1	Náklady na vlastní kapitál	79
9.1.1.1	Bezriziková úroková míra - r_f	79
9.1.1.2	Koeficient β	79
9.1.1.3	Riziková prémie trhu – RPT	80
9.1.1.4	Riziková prémie země – RPZ	80
9.1.1.5	Jiné přírážky – R	82
9.1.2	Náklady cizího kapitálu.....	82
9.1.3	Výsledná diskontní míra pro ocenění.....	82
9.2	OCENĚNÍ METODOU DCF ENTITY	83
9.2.1	Výpočet FCFF a 1. fáze	83
9.2.2	Výpočet pokračující hodnoty	83
9.2.3	Výsledná hodnota podniku OKNO, spol. s r.o. dle metodou DCF Entity	84
9.3	OCENĚNÍ METODOU EVA.....	84
9.3.1	Stanovení NOA	84
9.3.2	Stanovení NOPAT	85
9.3.3	Výsledná hodnota podniku OKNO, spol. s r.o. pomocí EVA	85
	ZÁVĚR	87
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	88
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	90
	SEZNAM OBRÁZKŮ	91
	SEZNAM TABULEK.....	92
	SEZNAM PŘÍLOH.....	94

ÚVOD

Oceňování podniku patří k významné podnikohospodářské disciplíně. Jedním ze zásadních problémů při oceňování podniku je absence objektivní hodnoty a závislost výsledku oceňování na jeho účelu. V chápání hodnoty podniku v oceňovacích standardech jednotlivých zemí existují značné rozdíly, proto je nutné v návaznosti na mezinárodní oceňovací standardy vypracovat standardy české.

V České republice v současné době neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. Oceňovatelé podniků se v praxi především opírají o české předpisy, které jsou platné pro vymezený okruh případů, např. zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR, které bohužel spolu se zákonem obsahují jen minimum informací pro oceňování podniku jako celku a týkají se spíše dílčích majetkových položek. Dalším pilířem při oceňování podniku jsou Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy (IVS a EVS). Tyto standardy obsahují především určité rámcové zásady, které by měly být při oceňování respektovány. Dále je možné využít národní standardy některých zemí, především americké oceňovací standardy (US PAP), jejichž součástí jsou i standardy týkající se oceňování podniků. USA mají dlouhou tradici oceňování podniků a řada oceňovacích postupů má původ právě v tomto rozvinutém prostředí. Inspirativní je i německý standard IDW S1, který je speciálně určen pro oceňování podniků.

Cílem mé práce je na základě získaných poznatků v oblasti oceňování podniků zpracovat finanční a strategickou analýzu společnosti OKNO, spol. s r.o., výsledky uvedených analýz využít při zpracování strategického finančního plánu a prostřednictvím těchto informací určit tržní hodnotu oceňované společnosti využitím výnosových metod oceňování – metody diskontovaných peněžních toků (DCF) a metody ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Práce je rozdělena na dvě části – teoretickou a praktickou. První část je věnována definování předmětu ocenění, kategorii a úrovni hodnoty ocenění. Důležitým faktorem je čas a riziko, které je nedílnou součástí každého podnikání. Závěr teoretické části je věnován metodám a obecným postupům ocenění s důrazem na použité výnosové metody ocenění.

Praktická část je věnována analytické části projektu a zpracování finančního plánu, který vychází z generátorů hodnoty. Na základě výsledků analytické části je provedeno samotné ocenění podniku OKNO, spol. s r.o. metodami DCF a EVA.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Ocenění lze charakterizovat jako službu, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek, který může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cíle, kterým má ocenění sloužit. Předpokladem je mít jasnou představu, co vlastně je předmětem ocenění, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu tato hodnota platí. [2]

1.1 Podnik jako předmět ocenění

Dle obchodního zákoníku je podnik definován jako: *...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 ke své povaze mají k tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...* Z ekonomického hlediska je vhodné na podnik pohlížet jako na funkční celek, jehož základní funkcí je dosahovat zisku.

1.2 Hladiny hodnoty podniku

Podnik můžeme oceňovat na různých hladinách:

- **Hodnota brutto** je hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entit). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- **Hodnota netto** je ocenění na úrovni vlastníků podniku, v principu se oceňuje vlastní kapitál. [2]

1.3 Hodnota podniku

Hodnota v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování, má tedy dvě základní stránky:

- Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho **užitnou hodnotu**. Pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota.
- Pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny, má tedy **směnnou hodnotu**, která vyjádřená v penězích a vede k tržní ceně.

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 (angl. present value). [2]

1.3.1 Kategorie (standardy) hodnoty

Základní přístupy k oceňování podniku:

1. tržní hodnota
2. subjektivní hodnota (investiční hodnota)
3. objektivizovaná hodnota
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy [2]

1.3.1.1 Tržní hodnota /Market Value/

Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Ocenění majetku, které je založené na trhu:

- musí identifikovat a zahrnovat definici tržní hodnoty použitou v ocenění,
- musí určovat nejlepší využití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přístupné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku,
- je odvozeno z dat specifických pro odpovídající trh a mělo by se opírat o metody a postupy, které se snaží odrážet myšlenkové postupy účastníků příslušného trhu [2]

1.3.1.2 Subjektivní (investiční) ocenění /Investment Value or Worth/

Investiční hodnotu lze chápat jako hodnotu majetku pro konkrétního investora pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria a tudíž může být investiční hodnota nižší nebo vyšší než tržní hodnota tohoto majetku.

Základní charakteristiky:

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ řídicích pracovníků oceňovaného podniku, případně investora.
2. Diskontní míra je nutné stanovit na základě alternativních možností investovat subjektu, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Investiční hodnota je tedy především ovlivněna subjektivními názory a představami a případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

1.3.1.3 Objektivizovaná hodnota

Dle německých oceňovacích standardů objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou metodu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku. [2]

Dle této charakteristiky by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Koncepce objektivizované hodnoty v základní fázi pracuje jen s všeobecně uznávanými skutečnostmi, které jsou relevantní k datu ocenění. Ve druhé fázi se přihlíží k faktům, která mají vliv na ocenění, jsou obecně známá a týkají se budoucnosti, ale jejich působení nemusí být jednoznačné. Pouze v poslední fázi lze do ocenění promítnout subjektivní hlediska.

1.3.1.4 Kolínská škola

V evropských zemích mají trhy s podniky stále mnoho omezení. Z tohoto důvodu je velmi problematické hovořit o tržní ceně. Za reálné východisko pro ocenění většiny podniků je tedy považováno subjektivní ocenění. Na tomto subjektivním postoji je založena tzv. Kolínská škola, která zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledku. Rozeznává několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkci oceňovatele:

- a) funkci poradenskou
- b) funkci rozhodčí

- c) funkci argumentační
- d) funkci komunikační
- e) funkci daňovou

Za nejdůležitější se považuje funkce poradenská, její smyslem je poskytnout podklady a informace o maximální a minimální ceně, tzn. určit tzv. hraniční hodnoty. [2]

1.4 Důvody pro ocenění podniku

Důvodů pro ocenění podniku je velké množství. Mezi základní členění je možné považovat:

- 1) **Ocenění související s vlastnickými změnami** (např. koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji dle § 476 obchodního zákoníku, ocenění v souvislosti s fúzí dle § 69a obchodního zákoníku, aj.)
- 2) **Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám** (např. změna právní formy dle § 69d obchodního zákoníku, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru, aj.)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Faktory času a rizika se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry.

2.1 Faktor času

Z teoretického hlediska se vymezuje hodnota aktiva jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku nebo majetkové položky, však nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Kromě jejich výše je důležité i to, ve kterém okamžiku je držitel aktiva získá, tzn. *časová hodnota peněz*. V důsledku této skutečnosti je nutné nejprve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu. Peněžní částky mohou mít trojí základní podobu:

- jednotlivá částka,
- anuita, tj. řada stejně velkých pravidelných plateb,
- perpetuita, tj. nekonečná řada stejně velkých pravidelných plateb (nekonečná anuita).

[2]

2.2 Faktor rizika

Riziko je neoddelitelnou součástí podnikání. Riziko lze charakterizovat pomocí pravděpodobnosti možností dosažení očekávaných výsledků. Můžeme ho definovat jako volatilitu finanční veličiny kolem očekávané hodnoty v důsledku změn řady faktorů. Riziko většinou neexistuje izolovaně, ale obvykle se jedná o určité kombinace rizik, které mohou ve svém dopadu představovat hrozbu pro daný subjekt. Vzhledem k množství rizik je třeba určit priority z hlediska dopadu a pravděpodobnosti jejich výskytu a zaměřit se na klíčové rizikové oblasti.

Problematika řízení rizik (risk management) je velice široká a podle svého zaměření často velice odlišná. Základními oblastmi, v nichž hovoříme o řízení rizik, jsou především:

- Přírodní katastrofy a havárie
- Rizika ochrany životního prostředí
- Finanční rizika
- Projektová rizika

- Obchodní rizika
- Technická rizika

Významné rozlišení se provádí mezi statickým a dynamickým rizikem. Statická rizika se nacházejí mimo změny v ekonomice, většinou jsou důsledkem přírodních nebezpečí, nepositivního jednání nebo selhání lidského faktoru. Statické ztráty mají tendenci objevovat se v čase s jistým stupněm pravidelnosti, a proto jsou předvídatelné. Uvedená rizika a jejich dopady lze tedy eliminovat například pojištěním. Dynamická rizika mají příčinu ve změnách v okolí firmy a ve firmě samé. Jejich míru lze promítnout do odhadu diskontní sazby. [6]

Při kalkulaci diskontní míry členíme rizika na:

- **riziko obchodní a finanční**, které je užitečné tam, kde sestavujeme rizikovou přírážku v rámci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik
- **riziko systematické a nesystematické** je důležité ve vztahu k účelu, pro který má dané ocenění, a tím i diskontní míra sloužit.

Důležitým faktem je, že jak obchodní, tak i finanční riziko má složku systematickou a složku specifickou (nesystematickou, jedinečnou).

2.2.1 Diskontní míra

Diskontní míru je možné charakterizovat jako míru výnosnosti užívanou pro přepočtení peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky, a zároveň jako míru výnosnosti očekávanou investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

Ekonomicky významná je především druhá funkce, první funkce je spíše funkcí technickou. Diskontní míru určujeme tedy především na základě výnosnosti, kterou investor bude očekávat s přihlédnutím k riziku. Toto očekávání by mělo být opřeno o reálnou možnost dosáhnout této výnosnosti při alternativním využití kapitálu.

2.2.1.1 Diskontní míra a účel ocenění

Postup kalkulace diskontní míry by měl záviset na kategorii hodnoty, kterou chceme zjišťovat, a také na typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno:

- při investiční hodnotě se primárně vychází z konkrétní situace daného investora, tj. jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu,
- pro objektivizované ocenění bude odhad co nejvíce podložen běžnými dostupnými daty,
- pro diskontní míru v rámci tržní hodnoty jsou k dispozici základní možné postupy
 - diskontní míra se odvozuje z kapitálového trhu, základní metoda CAPM – model oceňování kapitálových aktiv /Capital assets pricing model/
 - diskontní míra se odvozuje z trhu s podniky. [2]

3 DOPORUČENÝ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU A PŘEHLED ZÁKLADNÍCH METOD

Před zahájením prací na ocenění je nezbytné si mimo jiné vyjasnit, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Volba technik je pak podřízena funkcím, které by mělo ocenění splnit. Především:

1. je třeba zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, abychom posoudili jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost:
 - dlouhodobě přežít,
 - tvořit hodnotu
2. na základě předchozí analýzy zvolíme vhodné metody ocenění.

3.1 Přehled metod pro finanční ocenění podniku

Finanční ocenění podniku si klade za cíl vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Potenciál podniku je oceněn peněžním ekvivalentem.

Výsledná hodnota se většinou opírá o použití více oceňovacích metod. V zásadě existují tři okruhy oceňovacích metod uvedených včetně základních metod pro oceňování pro jednotlivé okruhy:

1) Metody opírající se o analýzu výnosů podniku (**výnosové metody**):

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

2) Metody založené především na analýze aktuálních cen na trhu (**tržní metody**):

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

3) Metody založené na ocenění jednotlivých majetkových položek - na základě analýzy majetku (**majetkové ocenění**):

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Volba metody závisí na funkcích, které si ocenění klade. Nejvhodnější je použít všechny tři základní metody, pak výsledné ocenění je tvořivou syntézou jejich výsledků. [2]

Vzhledem k zaměření diplomové práce na výnosové metody ocenění se v následujícím textu budu podrobněji věnovat metodě diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnotě, které budou využity v projektu stanovení hodnoty podniku OKNO, spol. s r.o..

4 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ

Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.

Mezi obecná kritéria pro konkrétní modifikaci použitých výnosů patří:

1) Kategorie hledané hodnoty:

- u tržní hodnoty obecně očekávané výnosy diskontujeme diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadované trhem,
- u investičního ocenění diskontujeme požadovanou výnosností konkrétního investora,
- objektivizované ocenění použije výnosy, které budou z dnešního hlediska dosaženy s vysokou mírou pravděpodobnosti.

2) Způsob kalkulace cen:

- budoucí výnosy kalkulujeme v cenách k datu ocenění, tj. ve stálých cenách, a to diskontní mírou očištěnou o inflaci, tj. reálnou mírou
- budoucí výnosy vyjadřujeme v jejich budoucí nominální výši, tj. v běžných cenách. Diskontní míra pak musí být nominální.

3) Způsob kalkulace daní:

- nekalkulujeme s žádnými daněmi z příjmů,
- kalkulujeme se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti,
- kalkulujeme nejen se zdaněním na úrovni společnosti, ale také na úrovni subjektu, pro který je ocenění určeno. Tento způsob je nejpřesnější, ale proveditelný je pouze u investičního ocenění. [2]

4.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

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

V zásadě rozlišujeme tři základní techniky pro výpočet výnosové metody metodou DCF i metodou EVA:

- metoda „entity“, entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“, equity = vlastní kapitál,
- metoda „APV“, upravená současná hodnota.

Jednotlivé metody se liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme.

Metoda DCF entity – tedy ocenění vycházející z propočtu hodnoty podniku jako celku – je považována za způsob základní, zřejmě je nejvíce používána i v praxi světových oceňovacích firem. Základním znakem metody DCF entity je, že bezprostředně výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek je chápán na úrovni **investovaného kapitálu**. [2] Vstupním podkladem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou upravíme ve dvou směrech:

- první úprava se týká určení nákladů na tento investovaný kapitál,
- druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

4.1.1 Peněžní toky pro metodu DCF entity

Východiskem pro potřeby oceňování je produkce peněz v podniku – provozní peněžní tok. V dalším kroku odečtu investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash flow, v případě DCF entity *peněžní tok do firmy* (FCFF = free cash flow to firm) – peněžní toky pro vlastníky a věřitele.

Obr. 1: Varianty výpočtu FCFF [2]

Klasický výpočet:

Zkrácený výpočet:

Korigovaný provozní zisk po dani	Korigovaný provozní zisk po dani
+ odpisy (<i>provozně nutného majetku</i>)	
- investice brutto (<i>do provozně nutného DHM a pracovního kapitálu</i>)	- investice netto (<i>do provozně nutného DHM a pracovního kapitálu</i>)
= FCFF	= FCFF

4.1.2 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Jak již bylo uvedeno, propočet metodou DCF entity probíhá obvykle ve dvou krocích:

1. Zjistím celkovou hodnotu podniku

tj. výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tato celková hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku, tzn. peněžních toků, které jsou očištěny o investice do majetku, který není provozně nutný a s ním související výnosy a náklady.

2. Vypočítám výnosovou hodnotu vlastního kapitálu

Od celkové hodnoty provozu podniku odečtu hodnotu úročených dluhů k datu ocenění, protože tato metoda počítá s plným financováním pomocí vlastních zdrojů. V závěrečném kroku k provozní hodnotě vlastního kapitálu připočítám hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění.

Pro výpočet hodnoty podniku použiji obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} \quad (2)$$

Důležitým předpokladem je existence podniku nekonečně dlouho („going concern“).

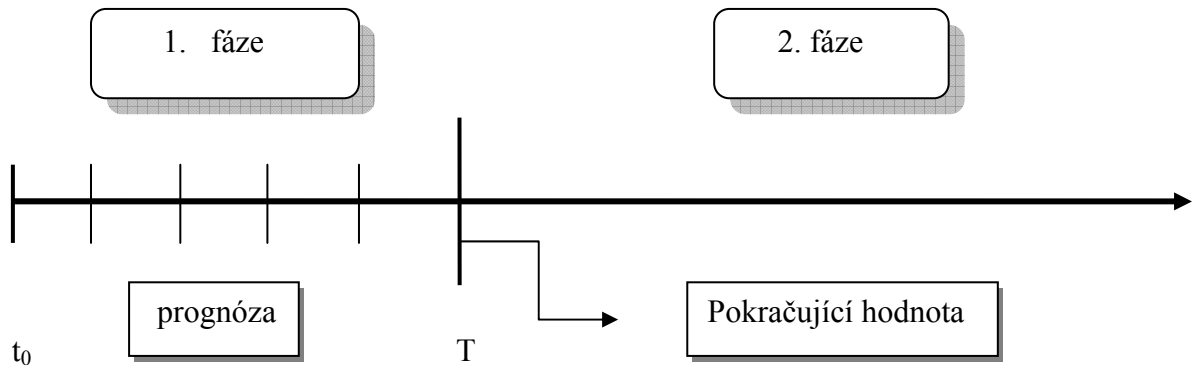
V praxi ovšem není možné plánovat peněžní toky pro tak dlouhé období, proto se používá:

- a) standardní dvoufázová metoda (v případě neudržitelných parametrů pokračující hodnoty se použije třífázová metoda)
- b) metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

4.1.2.1 Dvoufázová metoda

Standardní dvoufázová metoda je v praxi obvyklá. Základem je rozdělení budoucího období na dvě fáze:

Obr. 2: Dvoufázová metoda [2]



Pro výpočet hodnoty při dvoufázové metodě použijí následující vzorec:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2)$$

kde: T délka první fáze v letech

PH pokračující hodnota

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

I. Fáze prognózy

Je třeba rozhodnout, jak dlouhé bude vlastní prognózované období a od jaké doby budu počítat s pokračující hodnotou. Pokračující hodnota hraje při ocenění podniku důležitou a mnohdy rozhodující roli, v evropských zemích převládá délka první fáze 3-6 let, v ČR obvykle 5 let, při této délce dosáhne podíl pokračující hodnoty 80% na celkovém výnosovém ocenění podniku. [2]

II. Vztah pokračující hodnoty a délky první fáze

Pro pokračující hodnotu je charakteristická stabilizace základních parametrů, konstantní růst podniku a míra investic a stabilní výnosnost nových investic.

4.1.2.2 Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

A) Gordonův vzorec

Pro omezený počet let sestavím prognózu, pro druhou fázi předpokládám stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků.

$$\text{Pokračující hodnota v čase} \quad T = \frac{FCFF_{T+1}}{(i_k - g)} \quad (2)$$

kde: T poslední rok prognózovaného období
 i_k průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra
 g předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

$FCFF$ volný peněžní tok do firmy

B) vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

Další možností výpočtu pokračující hodnoty je vzorec, který pracuje s vybranými faktory tvorby hodnoty, a to především:

- tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně,
- očekávaná rentabilita nových (čistých investic) r_I do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{(i_k - g)}$$

kde: $KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
v prvním roce po uplynutí období prognózy (2,4)

4.1.3 Diskontní míra pro metodu DCF

Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na zvolené variantě ocenění DCF. V případě DCF entity je třeba stanovit diskontní míru na úrovni *průměrných váže-*

ných nákladů kapitálu – WACC. U metody DCF equity je úroková míra dána odhadem nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení, metoda DCF APV se opírá o diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení, určíme-li hodnotu daňového štítu z ročních daňových úspor, pak diskontujeme daňové úspory úrokovou mírou odpovídající nákladům cizího kapitálu.

V dalším textu se budu zabývat stanovení diskontní míry na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, protože tato metoda bude využita v praktické části této práce.

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

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

kde: n_{CK}	očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku
$n_{VK(z)}$	očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení
d	sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt
CK	tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku – úročeného
VK	tržní hodnota vlastního kapitálu
K	celková tržní hodnota investovaného kapitálu

(2)

Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu na celkovém investovaném kapitálu lze rozdělit do čtyř kroků:

1. určím váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu.
2. určím náklady na cizí kapitál.
3. určím náklady na vlastní kapitál.
4. vypočítám průměrné vážené náklady kapitálu.

4.1.3.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál určím jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které společnost platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Úrokové náklady jsou kráceny o daňový štít, tedy o úsporu z daní, které z použití cizího kapitálu plynou.

4.1.3.2 Náklady na vlastní kapitál

Podobně jako u cizího kapitálu jsou náklady na tento kapitál z pohledu podniku zároveň požadovanou výnosností z pohledu vlastníků, u nákladů vlastního kapitálu ovšem nejsou dohodnuty žádné pevné platby. Náklady jsou tedy odvozovány především od dividend u akciových společností či podílů na zisku u jiných právních forem. Bohužel v praxi je v ČR velmi problematické určit náklady vlastního kapitálu tímto způsobem. Koncept vlastních nákladů má obecně dvě polohy:

- náklady kapitálu jako finanční náklad,
- náklady kapitálu jako náklady příležitosti.

Vhodným realizovatelným způsobem je opřít se o tržní data a využít již zmíněný *model oceňování kapitálových aktiv - CAPM*.

4.1.3.3 Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

V současné praxi oceňování podniků převládá, při stanovení nákladů vlastního kapitálu za využívání modelů obsahujících koeficient β , zejména model CAPM. V podstatě lze postup shrnout tak, že oceňovatel využije informace o odvětvové β v daném období a tento koeficient použije pro kalkulaci nákladů kapitálů. Jako časté zdroje jsou využívány databáze prof. Aswatha Damodarana.

Díky výzkumu vlivu oceňování cenných papírů pomocí modelu H. Markowitzze bylo nezávisle na sobě W. Sharpem, J. Lintnerem a J. Mossinem vyvinut model CAPM (Capital Asset Pricing Model)¹. Mezi důležité prvky modelu patří tzv. přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Podle tohoto vztahu pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru A platí²:

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

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

r_f bezriziková výnosnost

¹ Brabenec, T.: *Je beta spolehlivým měřítkem rizika v období hospodářských poklesů?* časopis *Oceňování* 3/2009, ISSN 1803-0785

² Mařík, M. a kol.: *Metody oceňování podniku*, 2. vyd., Praha, Ekopress, 2007, str. 216

$E(R_m)$ střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

β_A koeficient beta cenného papíru A

Beta je vyjádřením úrovně jednotlivého papíru, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Pokud je $\beta = 1$, pak akcie jsou stejně rizikové jako kapitálový trh jako celek. Pokud $\beta > 1$, pak se jedná o akcie rizikovější než kapitálový trh jako celek, v případě $\beta < 1$ je akcie méně riziková než kapitálový trh jako celek. Riziko je zde tedy chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru (např. akcie) od jeho průměrné výnosnosti. Koeficient beta a tím i výsledná prémie za riziko se týká pouze systematického rizika, nikoliv rizika specifického.

Při praktickém využití koeficientu β v období hospodářských poklesů není proto vhodné se opírat pouze o tento koeficient, výsledky beta koeficientů nejsou spolehlivé v období se zvýšenou volatilitou trhu. Uvedená hypotéza byla testována u vybraných odvětví³ a výsledkem je zjištění, že v období hospodářských změn beta koeficienty ne zcela přesně dokážou zobrazit zvýšení rizika. Tento závěr pro oceňovatele v praxi znamená, že před využitím modelu CAPM musí zvážit, zdali tento model bude mít dostatečnou vypovídající schopnost. Vzhledem k malé využitelnosti a spolehlivosti dat z tuzemského kapitálového trhu se doporučuje⁴ použít pro výpočet nákladů vlastního kapitálu rovnici rozšířenou o rizikovou prémii kapitálového trhu USA a upravit o aktuální riziko země.

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

kde: r_f aktuální výnosnost vlastního kapitálu

β odvětvové β přenesené z amerického trhu a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku

RPT riziková prémie kapitálového trhu, doporučuje se USA

RPZ riziková prémie země, odlišnost ve výnosnosti státních a podnikových

³ Brabenec, T.: *Je beta spolehlivým měřítkem rizika v období hospodářských poklesů?* časopis *Oceňování* 3/2009, ISSN 1803-0785

⁴ Mařík, M. a kol.: *Metody oceňování podniku*, 2. vyd., Praha, Ekopress, 2007, str. 233

dluhopisů, pokud možno upravený o vliv diferencí ve volatilitě akciového a dluhopisového trhu v ČR (2)

V turbulentním období je jednou z možností začlenit a využít specifické rizikové přírážky, např. riziková prémie za malou velikost společnosti, specifické riziko společnosti, aj. Přírážky za nesystematická rizika je však nutné používat velmi opatrně, vhodným řešením je možnost promítat tato rizika do obezřetných projekcí budoucích tržeb.

4.1.3.4 Průměrné vážené náklady kapitálu

Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu je závěrečným krokem, kdy získaném hodnoty dosadím do již uvedené rovnice:

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

Náklady na cizí kapitál jsou daňově uznatelné, proto úprava o daňovou sazbu. Pokud by však podnik nesplňoval podmínky zákona o daních z příjmů pro daňovou uznatelnost úroků, nebo by nemohl uplatnit úroky z důvodu ztráty, násobitel (1-d) by se nepoužil.

4.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pojem ekonomická přidaná hodnota (Economics Value Added – EVA) je jen konkrétním rozvedením myšlenky, která se v ekonomické literatuře i praxi objevuje celé jedno století. Jedná se o to, že je třeba rozlišovat mezi ziskem, který vykazuje účetnictví, a tzv. ekonomickým ziskem, který v tomto pojetí dosahujeme tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, především náklady na vlastní kapitál. Koncepce ekonomických zisků, především pak ukazatel EVA, pokrývá potřebu ekonomického ukazatele, který by:

- vykazoval co nejužší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value), která by měla být prokazatelná statistickými propočty,
- umožňoval co nejvíce využít informací a údajů poskytovaných účetnictvím, které umožňuje snížení pracnosti propočtu a zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí,
- zahrnoval kalkulaci rizika a bral v úvahu rozsah vázaného kapitálu,

umožňoval hodnocení výkonnosti a ocenění podniků. [4]

4.2.1 Základní výpočet ukazatele EVA

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu:

$$EVA = NOPAT - Capital \times WACC \quad (4)$$

NOPAT (*net operating profit after taxes*) je operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Upravené daně se počítají podobně jako u metody DCF, vyznačují se především tím, že:

- nezahrnují vliv nákladů a výnosů nesouvisejících s hlavním provozem podniku,
- počítají se za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem,
- nezahrnují latentní daně, pokud jsou účtovány na úrovni koncernu.

Capital je chápán jako hodnota vázaná v aktivech nutných pro dosažení operačního zisku. Tatáž hodnota, nahlíženo ze strany aktiv, je označována jako *čistá operační aktiva – NOA* (*net operating assets*). Vymezení operačních aktiv může být v konkrétní situaci různé, závisí na povaze podnikatelské činnosti. Je třeba věnovat pozornost zachování vazby mezi operačními aktivy a výsledkem hospodaření z operační činnosti.

Konkrétní výpočet EVA za rok t je pak možno provádět dvěma možnými způsoby:

1. Pomocí vzorce nákladů na kapitál (vzorec „Capital Charge“)

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \times WACC_t$$

2. Pomocí vzorce hodnotového rozpětí (vzorec „Value Spread“)

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \times NOA_{t-1} \quad (2,4)$$

4.2.2 Propoččet NOA

Východiskem pro výpočet NOA je rozvaha. Její úpravy se týkají následujících okruhů:

- a) z celkových aktiv je třeba vydělit neoperační aktiva,

- b) aktiva je vhodné snížit o neúročený cizí kapitál, aby se předešlo problémům s odhadováním nákladů na tento kapitál při určování diskontní míry,
- c) vyloučení mimořádných položek,
- d) aktiva by měla být vyjádřena v ocenění, které odpovídá skutečné hodnotě

4.2.3 Určení velikosti operačního výsledku hospodaření – NOPAT

První zásadou pro určení NOPAT je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pro základ výpočtu můžeme využít výsledek hospodaření za běžnou činnost nebo provozní výsledek hospodaření. Úpravy a změny odpovídají již zmiňovaným úpravám u NOA mezi něž patří:

- a) vyloučíme z finančních nákladů placené úroky, a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách,
- b) z výsledku hospodaření vyloučíme mimořádné položky v širším smyslu, tj. položky v nákladech a výnosech, které se svou výší již nebudou opakovat, např. náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku, aj.
- c) vliv změn vlastního kapitálu – např. vliv aktivace nákladů investiční povahy, tvorba a čerpání tichých rezerv, aj.
- d) posouzení provozně potřebného charakteru u dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku
- e) úprava daní [2,4]

4.2.4 EVA jako nástroj ocenění

Úvodem je třeba poznamenat, že k hlavním okruhům využití tohoto ukazatele patří nejen využití ukazatele EVA jako nástroje ocenění, ale i v oblasti finanční analýzy, řízení podniků a motivování pracovníků. Díky metodě EVA lze vytvořit komplexní systém řízení hodnoty podniku.

Stejně jako u metody DCF lze i zde používat varianty výpočtu EVA a ocenění EVA entity, equity a APV. Základní schéma pro v praxi obvyklou variantu EVA entity je následující:

Obr. 3: Výpočet EVA Entity

Tržní hodnota operačních aktiv
+ tržní hodnota neoperačních aktiv
- tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Tržní hodnota operačních aktiv je dána součtem čistých operačních aktiv a tržní přidané hodnoty (MVA). MVA je pak současná hodnota budoucích EVA. Je možné ji vypočítat dvěma způsoby:

- a) ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA), tento přístup je uplatnitelný pouze u obchodovatelných akciových společností,
- b) ex ante jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA). [4]

Pro výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku volíme obvykle dvoufázovou metodu. Druhá fáze je počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna nebo počítáme s určitým tempem růstu.

4.2.5 Vztah metody DCF a EVA pro ocenění podniku

Při použití metody DCF a EVA by měla vyjít stejná hodnota podniku, a to jak při nekonečném růstu, tak v jednotlivém roce⁵ za podmínky, že provozní zisk, ze kterého vychází výpočet FCFE, tj. tzv. korigovaný výsledek hospodaření přesně odpovídá veličině NOPAT, dále veličina provozně nutný investovaný kapitál u DCF odpovídá veličině NOA a WACC jsou u obou metod chápány a vyčísleny stejně.

Metoda EVA nám poskytuje na rozdíl od DCF i podstatnou informaci navíc. Ukazuje rozložení hodnoty podniku na hodnotu NOA (již existuje v hodnotě aktiv) a MVA, tj. část hodnoty, která v budoucnosti vznikne. Díky této informaci je možné zjistit, zda jde o pro-

⁵ Maříková, P.: *Vztah metody DCF a EVA pro ocenění podniku s důrazem na vliv leasingu*, časopis Oceňování, 2/2009, ISSN 1803-0785

sperující podnik nebo hodnota MVA je záporná, pak je patrné, že hodnota podniku bude v budoucnu klesat.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 ÚVOD K PRAKTICKÉ ČÁSTI

Předmětem praktické části je ocenění společnosti OKNO, spol. s r.o., IČ: 606 97 971, se sídlem Brno, Šumavská 31, PSČ 602 00

5.1 Základní údaje o společnosti

Základní údaje o společnosti jsou následující:

Obchodní firma:	OKNO, spol. s r.o.
Základní kapitál:	100 000,- Kč
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	- výroba a montáž plastových oken a dveří - koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej
CZ-NACE	22.23 výroba plastových výrobků pro stavebnictví

5.2 Historie společnosti

OKNO spol. s r.o. je majitelem certifikátu ISO: 9001-2000. Společnost byla založena v roce 1994 a od svého začátku se zabývá výrobou a montáží PVC oken a je dodavatelem doplňkového sortimentu k oknům. V roce 1997 začala firma vyrábět i dřevěná EURO okna a z hliníkových profilů.

Okna jsou vyráběna ve vlastních výrobních závodech, a to na Moravě v Želechovicích u Zlína a v Drslavicích u Uherského Brodě a v Lidmani u Pelhřimova. Firma OKNO spol. s r.o. je i majoritním vlastníkem společnosti OKNO SK spol. s r.o., která vyrábí a obchoduje na Slovensku. Firma OKNO patří mezi největším výrobcem PVC oken v oblasti střední Moravy. Obchod je realizován sítí vlastních vzorkových prodejen a obchodních zastoupení, sítí autorizovaných prodejců v rámci celé ČR a formou úzké spolupráce se stálými partnerskými firmami.

Ve společnosti OKNO spol. s r.o. byl zřízen obchodně-technický útvar pro realizaci zakázek pro panelové a bytové domy, který řeší danou problematiku komplexně a aktuálně. Společnost je zapojena do vládního projektu Zelená úsporám a programu PANEL. Ob-

chodní strategií firmy je uvádět na trh okna vysoké kvality, kvalitní služby, to vše za příznivé ceny pro všechny kategorie svých zákazníků.

Zákazníky firmy OKNO spol. s r.o. jsou drobní stavebníci, stavební firmy, výrobci montovaných domů, výrobci obytných kontejnerů, státní instituce a v posledních letech přibývá zejména zakázek pro panelové a bytové domy. Kvalita oken je dána jednak kvalitou vstupních materiálů a komponentů a přesností zpracování na vysoce profesionálních technických zařízeních. PVC okna systému Kömmerling jsou díky své originální receptuře ekologicky nezávadná. Tradiční stabilizátor olovo byl nahrazen kalciumem a zinkem, aniž by došlo ke změně fyzikálních a materiálových vlastností PVC profilů. Profilový systém Kömmerling je majitelem značky GREEN LINE, což je důkazem neškodlivosti a vysoké šetrnosti vůči životnímu prostředí výrobků z těchto profilů vyrobených a zabudovaných ve stavbách.

6 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

6.1 Účel analýzy

Účelem finanční analýzy je získat představu o rozměrech a vývoji dílčích účetních složek, ale i o celkové efektivitě hospodaření společnosti. Výsledné informace umožní posoudit, zda podnik splňuje předpoklad „going concern“, tzn. předpoklad nekonečného trvání podniku, a dále mně poskytnou základní vstupy pro finanční plán.

6.2 Finanční zdraví

6.2.1 Všeobecné zásady

Účetnictví společnosti je vedeno v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví a prováděcí vyhláškou č.500/2002 Sb. ve znění pozdějších předpisů, ve znění vyhlášky č. 472/2003 Sb. a Českými účetními standardy pro podnikatele.

Podle zákona o účetnictví byla společnost povinna ověřit účetní závěrku auditorem. Tím byla auditorská společnost AUDIT Brno, spol. s r.o. (č. osvědčení 373), která ověřila účetní závěrku společnosti sestavenou ke dni 31.12.2008. Účetní závěrka věrně a poctivě zobrazovala aktiva, pasiva a finanční situaci společnosti ke dni 31.12.2008 a výsledky hospodaření a peněžní toky jsou v souladu s účetními předpisy platnými v České republice. Zpráva obsahovala výrok bez výhrad. V roce 2009 není ještě účetní závěrka ověřena auditorem.

6.2.1.1 Způsoby ocenění majetku, odpisová politika

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek vytvořený vlastní činností je oceňován vlastními náklady.

Zásoby nakupované se oceňují pořizovací cenou, zásoby vytvořené vlastní činností se oceňují vlastními náklady.

Cenné papíry a majetkové účasti se oceňují pořizovací cenou.

Společnost používá metody odpisování DM lineární i zrychlené.

6.2.1.2 Tvorba opravných položek k majetku

Společnost tvoří opravné položky k následujícím skupinám majetku:

- dlouhodobý majetek

- zásoby
- pohledávky za dlužníky v konkurzním a vyrovnacím řízení
- nepromlčené pohledávky a pohledávky po splatnosti

6.2.2 Rozbor účetních výkazů

6.2.2.1 Rozvaha - aktiva

Aktiva i pasiva zkoumám odděleně, aby bylo možné identifikovat význam a dynamiku jednotlivých položek. Tabulka 1 vyjadřuje relativní objem podstatných aktivních položek OKNO, spol. s r.o. mezi roky 2005-2009. Tabulka 2 vystihuje meziroční a průměrnou dynamiku stejných položek za sledované období.

Tab. 1 Podíl vybraných aktiv na bilanční sumě [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Rozvaha (v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM	63 040	87 692	93 961	74 112	73 722
B. Dlouhodobý majetek	38,57%	28,13%	24,72%	27,48%	28,89%
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	1,28%	0,79%	0,39%	0,21%	0,42%
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	37,82%	27,21%	24,22%	27,10%	28,30%
B.II.1 Pozemky	2,27%	1,64%	1,53%	1,93%	1,95%
B.II.2 Stavby	26,58%	18,41%	16,98%	20,68%	20,41%
B.II.3 Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	8,72%	6,99%	5,71%	4,15%	4,46%
B.III Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,13%	0,12%	0,17%	0,17%
C. Oběžná aktiva	59,36%	71,07%	74,66%	71,95%	70,65%
C.I. Zásoby	10,48%	18,59%	7,81%	8,76%	7,09%
C.I.1 Materiál	3,37%	8,03%	4,94%	2,93%	4,65%
C.I.2 výrobky	5,34%	9,44%	2,28%	5,83%	1,31%
C.II. Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,02%	0,02%	0,02%	0,00%
C.III. Krátkodobé pohledávky	32,33%	38,30%	45,54%	42,12%	37,81%
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	32,12%	31,59%	38,74%	33,74%	32,57%
C.IV. Finanční majetek	16,54%	14,16%	21,29%	21,05%	25,75%
D.I. Časové rozlišení	2,07%	0,81%	0,62%	0,57%	0,46%

Tab. 2 Meziroční změny vybraných aktiv [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Rozvaha (v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM	63 040	39,11%	7,15%	-21,12%	-0,53%
B. Dlouhodobý majetek	24 316	1,44%	-5,81%	-12,34%	4,60%
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	810	-14,20%	-47,77%	-58,13%	105,26%
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	23 839	0,08%	-4,62%	-11,72%	3,86%
B.II.1 Pozemky	1 434	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.II.2 Stavby	16 753	-3,66%	-1,13%	-3,93%	-1,85%
B.II.3 Samostatné movité věci a soubory mov. věci	5 500	11,51%	-12,52%	-42,61%	6,72%
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	0	111,00%	0,90%	11,61%	0,00%
C. Oběžná aktiva	37 418	66,55%	12,56%	-23,98%	-2,33%
C.I. Zásoby	6 609	146,71%	-54,96%	-11,56%	-19,51%
C.I.1 Materiál	2 125	231,58%	-34,19%	-53,09%	57,61%
C.I.2 Výrobky	3 368	145,72%	-74,09%	101,45%	-77,56%
C.II. Dlouhodobé pohledávky	0	15,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
C.III. Krátkodobé pohledávky	20 383	64,78%	27,39%	-27,05%	-10,70%
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	20 251	36,81%	31,39%	-31,30%	-3,99%
C.IV. Finanční majetek	10 426	19,06%	61,16%	-22,01%	21,67%
D.I. Časové rozlišení	1 306	-45,87%	-17,82%	-27,37%	-20,38%

Největší podíl (zhruba 70%) na bilanční sumě mají jednoznačně **oběžná aktiva**, a to téměř ve všech sledovaných letech, vyjma roku 2005, kdy se oběžná aktiva podílejí cca 60%. Zbylou čtvrtinu bilanční sumy tvoří **dlouhodobý majetek**, rok 2005 cca 40%; **časové rozlišení** má v tomto ohledu naprosto minimální význam.

Podíl **zásob** na oběžných aktivech se ve sledovaných letech pohybuje do 10%, vyjma roku 2006 (cca 18%), největší význam mají ovšem výrazně **krátkodobé pohledávky**, jejichž podíl se od roku 2007 pohybuje nad 40%, v roce 2009 mírně pod 40%. Nepromlčené pohledávky z roku 2007 se řeší v rámci soudního řízení.

Krátkodobý finanční majetek zaznamenal výrazný nárůst v roce 2007, poté následoval pokles, v roce 2009 se pohybuje na úrovni cca 26%, což je nejvíce ve sledovaném období, více v analýze likvidity.

6.2.2.2 Rozvaha - pasiva

Stejným způsobem jako u aktiv, i u pasivních položek je provedeno srovnání jednotlivých položek k agregované položce, tj. vertikální analýza a poté srovnání změn jednotlivých položek v čase, tzv. horizontální analýza.

Tab. 3 Podíl vybraných pasiv na bilanční sumě [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Rozvaha (v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
PASIVA CELKEM	63 374	87 692	93 961	74 112	73 722
A. Vlastní kapitál	63,53%	66,66%	61,43%	77,93%	79,15%
A.I. Základní kapitál	0,16%	0,11%	0,11%	0,13%	0,14%
A.II. Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,15%
A.III. RF, NF a ostatní fondy ze zisku	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
A.IV. VH minulých let	37,49%	41,22%	51,93%	72,33%	73,63%
A.IV.1 Nerozdělený zisk minulých let	37,49%	41,22%	51,93%	72,33%	73,63%
A.IV.2 Neuhrazená ztráta minulých let	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.V. VH běž. účet. období (+/-)	25,86%	25,31%	9,38%	5,42%	5,22%
B. Cizí zdroje	35,34%	32,46%	37,30%	21,57%	19,88%
B.I. Rezervy	6,15%	6,33%	4,12%	1,47%	0,18%
B.I.3 Rezerva na daň z příjmu	0,00%	6,33%	4,12%	1,47%	0,18%
B.II. Dlouhodobé závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.III. Krátkodobé závazky	29,19%	26,14%	33,19%	20,10%	19,70%
B.III.1 Závazky z obchodních vztahů	25,09%	20,40%	15,95%	9,72%	11,46%
B.III.8 Krátkodobé přijaté zálohy	0,00%	7,98%	12,77%	3,02%	0,00%
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.IV.1 Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.IV.2 Krátkodobé bankovní úvěry	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.I. Časové rozlišení	1,13%	0,88%	1,27%	0,50%	0,98%

Tab. 4 Meziroční změny vybraných pasiv [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Rozvaha (v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
PASIVA CELKEM	63 374	38,37%	7,15%	-21,12%	-0,53%
A. Vlastní kapitál	40 260	45,20%	-1,26%	0,05%	1,03%
A.I. Základní kapitál	100	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.II. Kapitálové fondy	0	100%	0,00%	350,00%	494,44%
A.III. RF, NF a ostatní fondy ze zisku	10	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.IV. VH minulých let	23 762	52,13%	34,98%	9,86%	1,26%
A.IV.1 Nerozdělený zisk minulých let	23 762	52,13%	34,98%	9,86%	1,26%
A.IV.2 Neuhrazená ztráta minulých let	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.V. VH běž. účet. období (+/-)	16 388	35,42%	-60,29%	-54,41%	-4,26%
B. Cizí zdroje	22 397	27,10%	23,13%	-54,38%	-8,34%
B.I. Rezervy	3896	42,38%	-30,27%	-71,77%	-88,10%
B.I.3 Rezerva na daň z příjmu	0	100%	-30,27%	-71,77%	-88,10%
B.II. Dlouhodobé závazky	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.III. Krátkodobé závazky	18 501	23,88%	36,05%	-52,22%	-2,50%
B.III.1 Závazky z obchodních vztahů	15 902	12,51%	-16,24%	-51,91%	17,18%
B.III.8 Krátkodobé přijaté zálohy	0	100%	71,31%	-81,34%	-100,00%
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.IV.1 Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.IV.2 Krátkodobé bankovní úvěry	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.I. Časové rozlišení	717	7,39%	54,68%	-68,85%	93,80%

Ve struktuře pasiv největší podíl je v položce **vlastního kapitálu** (téměř 80% v roce 2009), cizí zdroje mají podíl cca 20% v roce 2009 a mají ve sledovaném období klesající charakter v položce **krátkodobých závazků**. **Dlouhodobé závazky** jsou 0% ve všech sledovaných obdobích, protože společnost využívá výhradně interní zdroje financování.

6.2.2.3 Výkaz zisku a ztrát

Tab. 5 Podíl vybraných položek výkazu Z/Z na celkových tržbách [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Výsledovka (v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
TRŽBY (prodej zboží a vl. výr. a služeb)	178 130	207 469	218 545	142 567	100 496
Výkony	99,02%	102,37%	97,19%	101,53%	97,00%
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Aktivace	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výkonová spotřeba	78,38%	82,85%	79,36%	80,23%	73,17%
Spotřeba materiálu a energie	56,76%	61,71%	59,01%	57,07%	50,57%
Služby	21,61%	11,00%	8,72%	11,21%	8,88%
Přidaná hodnota	20,65%	19,51%	17,83%	21,30%	23,83%
Osobní náklady	8,52%	9,39%	10,76%	14,91%	14,11%
Mzdové náklady	6,24%	6,88%	7,88%	11,05%	10,62%
Náklady na soc. zabezpeč. a zdrav. poj.	2,22%	2,44%	2,80%	3,79%	3,42%
Odpisy dl. nehmotného a hm. majetku	1,30%	1,48%	1,65%	2,37%	2,39%
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	6,07%	0,29%	0,91%	0,46%	0,19%
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	5,92%	0,00%	0,08%	0,07%	0,00%
Provozní hospodářský výsledek	11,45%	10,34%	5,88%	4,08%	4,90%
Hospodářský výsledek z finančních operací	1,00%	0,35%	-0,08%	-0,49%	-0,12%
Daň z příjmů za běžnou činnost	3,25%	0,00%	1,77%	0,77%	0,96%
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	9,20%	10,70%	4,03%	2,82%	4,78%
Mimořádný hospodářský výsledek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Hospodářský výsledek za účetní období	9,20%	10,70%	4,03%	2,82%	3,83%

Tab. 6 Meziroční změna vybraných položek výkazu Z/Z [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Výsledovka (v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
TRŽBY (prodej zboží a vl. výr. a služeb)	178 130	16,47%	5,34%	-34,77%	-29,51%
Výkony	176 393	20,40%	0,02%	-31,86%	-32,65%
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	178 130	16,47%	5,34%	-34,77%	-29,51%
Aktivace	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výkonová spotřeba	139 612	23,12%	0,90%	-34,05%	-35,71%
Spotřeba materiálu a energie	101 115	26,62%	0,72%	-36,91%	-37,54%
Služby	38 497	13,93%	1,41%	-25,78%	-31,22%
Přidaná hodnota	36 781	10,06%	-3,72%	-22,10%	-21,12%
Osobní náklady	15 174	28,43%	20,66%	-9,61%	-33,26%
Mzdové náklady	11 108	28,42%	20,69%	-8,53%	-32,20%
Náklady na soc. zabezpeč. a zdrav. poj.	3 948	28,01%	20,95%	-11,68%	-36,32%
Odpisy dl. nehmotného a hm. majetku	2 317	32,46%	17,20%	-6,03%	-29,02%
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	10 818	-94,43%	229,52%	-66,83%	-70,41%
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	10 549	-100,00%	100%	-41,62%	-100,00%
Provozní hospodářský výsledek	20 395	5,22%	-40,10%	-54,78%	-15,28%
Hospodářský výsledek z finančních operací	1 789	-59,03%	-	304,60%	-83,38%
			123,74%		
Daň z příjmů za běžnou činnost	5 796	-100,00%	100%	-71,77%	-11,90%
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	16 388	35,42%	-60,29%	-54,41%	19,69%
Mimořádný hospodářský výsledek	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Hospodářský výsledek za účetní období	16 388	35,42%	-60,29%	-54,41%	-4,26%

Na **celkových tržbách** měly zásadní význam tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, což je u výrobního podniku pochopitelné. **Osobní náklady** zaznamenaly od roku 2008 pokles, který byl ale v roce 2008 minimální oproti poklesu celkových tržeb. V roce 2009 je pokles osobních nákladu vyšší než pokles celkových tržeb, tato skutečnost je důsledkem výraznější změny počtu zaměstnanců – z průměrných hodnot 100 za období 2005-2008 klesl počet zaměstnanců na 65 v roce 2009.

Nízká hodnota **odpisů** dlouhodobého majetku odpovídá již zmíněnému vysokému podílu oběžných aktiv na bilanční sumě. **Provozní výsledek hospodaření** zaznamenal v letech 2007 a 2008 výrazný pokles.

Tab. 7 Upravená provozní marže [finanční výkazy, vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008	2009
Provozní zisk	20 395	21 459	12 854	5 813	4 925
Tržby z prodeje dl.majetku	10 383	603	1 987	91	195
TRŽBY	178 130	207 469	218 545	142 567	100 496
Upravená provozní marže	5,62%	10,05%	4,97%	4,14%	5,10%

6.2.3 Poměrové ukazatele

V této části finanční analýzy budu hodnotit vybrané poměrové ukazatele a následně zhodnotím finanční zdraví a stabilitu podniku. Jedná se o následující skupinu ukazatelů:

- likvidita
- dlouhodobá finanční rovnováha
- rentabilita
- aktivita
- rychlý test a Altmanův model

6.2.3.1 Ukazatele likvidity

Likvidita je chápána jako momentální schopnost uhradit splatné závazky. Je měřítkem krátkodobé nebo okamžité solventnosti.

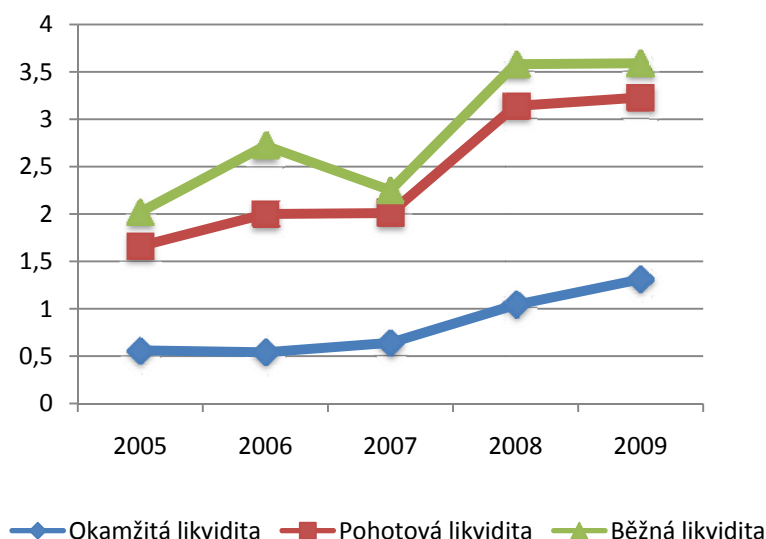
- Běžná likvidita = Oběžná aktiva / Krátkodobý cizí kapitál
- Pohotová likvidita = (Oběžná aktiva – Zásoby) / Krátkodobý cizí kapitál
- Okamžitá likvidita = Peněžní prostředky / Krátkodobý cizí kapitál
- Čistý pracovní kapitál = Oběžná aktiva – Krátkodobý cizí kapitál

Tab. 8 Ukazatele likvidity [5, finanční výkazy, vlastní zpracování]

Likvidita	2005	2006	2007	2008	2009	Obecně doporučené hodnoty
Okamžitá likvidita	0,56	0,54	0,64	1,04	1,31	0,2 - 0,5
Pohotová likvidita	1,66	2	2,01	3,14	3,23	1,0 - 1,5
Běžná likvidita	2,02	2,72	2,25	3,58	3,59	1,5 - 2,5
Čistý pracovní kapitál	18 917	39 401	38 968	38 428	37 560	-

Všechny ukazatele likvidity se pohybují mimo doporučené hodnoty. Vyšší než doporučené hodnoty **pohotové likvidity** značí v případě zkoumané společnosti vyšší podíl pohledávek v oběžných aktivech a od roku 2008 vyšší podíl peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů než by bylo optimální. V letech 2005 – 2009 se hodnoty **okamžité likvidity** pohybovaly nad doporučeným pásmem, tedy společnost disponovala nadbytečnými peněžními prostředky, které nebyly využity efektivně. **Čistý pracovní kapitál** od roku 2006 zaznamenal nárůst, od tohoto roku osciluje kolem stejné hodnoty.

Obr. 4: Vývoj ukazatele likvidity v letech 2005-2009
[finanční výkazy/vlastní zpracování]



6.2.3.2 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Pomocí ukazatelů finanční rovnováhy budu zkoumat strukturu zdrojů financování a zadluženost podniku.

- Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu (equity ratio)
- Podíl cizího kapitálu na celkových aktivech (ukazatel věřitelského rizika) = CK / A
- Zadluženost = $Cizí\ kapitál / Vlastní\ kapitál$
- Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji = $(Vlastní\ kapitál + Dlouhodobé\ závazky + Dlouhodobé\ bankovní\ úvěry) / Dlouhodobý\ majetek$

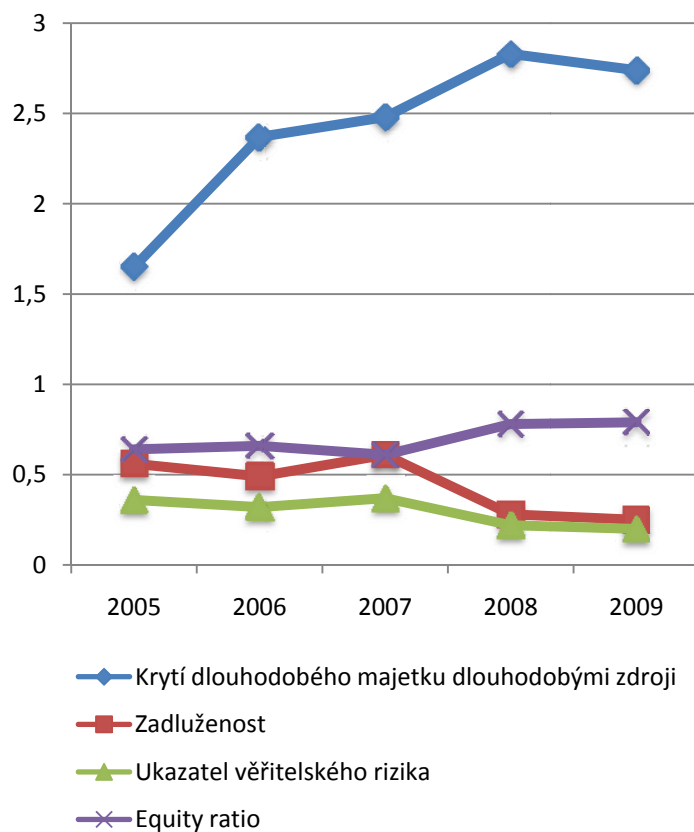
Tab. 9 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Dlouhodobá finanční rovnováha	2005	2006	2007	2008	2009
Equity ratio	0,64	0,66	0,61	0,78	0,79
Ukazatel věřitelského rizika	0,36	0,32	0,37	0,22	0,20
Zadluženost	0,56	0,49	0,61	0,28	0,25
Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji	1,65	2,37	2,48	2,83	2,74

Ve všech sledovaných letech dosahuje ukazatel **equity ratio** poměrně vysokých hodnot, což je způsobeno interní strukturou financování, tedy ve všech sledovaných letech byla aktiva společnosti kryta ze 60 – 80 % vlastním kapitálem.

V závislosti na velikosti ukazatele **krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji** je možno konstatovat, že výše tohoto ukazatele je ovlivněna poměrně nízkým podílem dlouhodobého majetku na bilanční sumě.

Obr. 5: Vývoj ukazatelů dlouhodobé finanční rovnováhy [finanční výkazy/vlastní zpracování]



6.2.3.3 Ukazatele rentability

Rentabilita je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Pro analýzu rentability použijeme následující ukazatele:

- Rentabilita celkového kapitálu = (Výsledek hospodaření před daněmi + úroky) / Celkový kapitál
- Rentabilita vlastního kapitálu = Výsledek hospodaření po dani / Vlastní kapitál
- Čistá zisková marže = Výsledek hospodaření po dani / Čisté tržby
- Rentabilita celkového kapitálu na úrovni provozního CF = Provozní CF / A
- Hrubá zisková marže = Přidaná hodnota / Tržby
- Provozní marže = Provozní VH / Tržby

Tab. 10 Ukazatele rentability [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Rentabilita	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	0,26	0,25	0,09	0,05	0,07
ROE	0,41	0,38	0,15	0,07	0,07
Čistá zisková marže	0,09	0,11	0,04	0,03	0,04
ROA na úrovni PCF	0,0009	0,02	0,18	-0,0002	0,11
Hrubá zisková marže	0,21	0,2	0,18	0,21	0,24
Provozní marže	0,11	0,1	0,06	0,04	0,05

Rentabilita celkového kapitálu v prvních čtyřech sledovaných letech neustále klesá, v letech 2007 a 2008 na velmi nízké hodnoty, mírný nárůst je zaznamenán až v roce 2009, ale zdaleka nedosahuje hodnoty na počátku analyzovaného období. Pokles ukazatele ROA je pro společnost negativní, jelikož znamená pokles celkové efektivity podniku, respektive produkční síly.

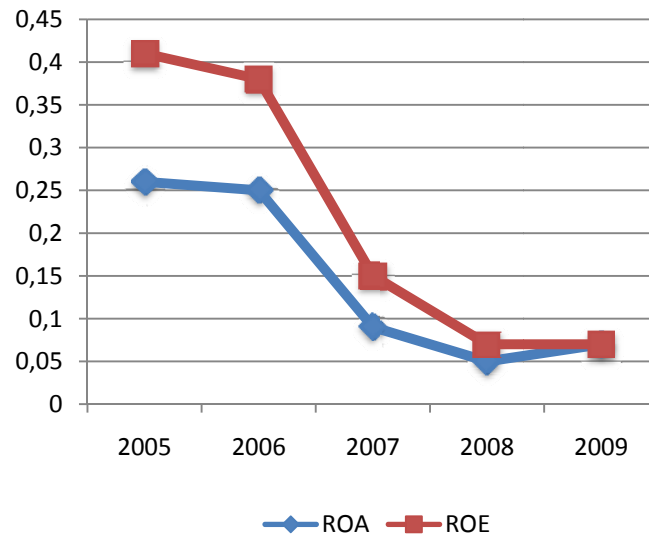
Rentabilita vlastního kapitálu v letech 2006 – 2008 klesá, nicméně ne natolik, aby byla ohrožena budoucnost podniku, jelikož stále převyšuje výnosnost cenných papírů garantovaných státem (jejich výnosnost se pohybuje kolem 4 - 5 %)⁶.

Zatímco hrubá zisková marže vykazuje mírně rostoucí trend v roce 2009, provozní marže zaznamenává v roce 2007 - 2008 v porovnání s počátkem analyzovaného období výrazný

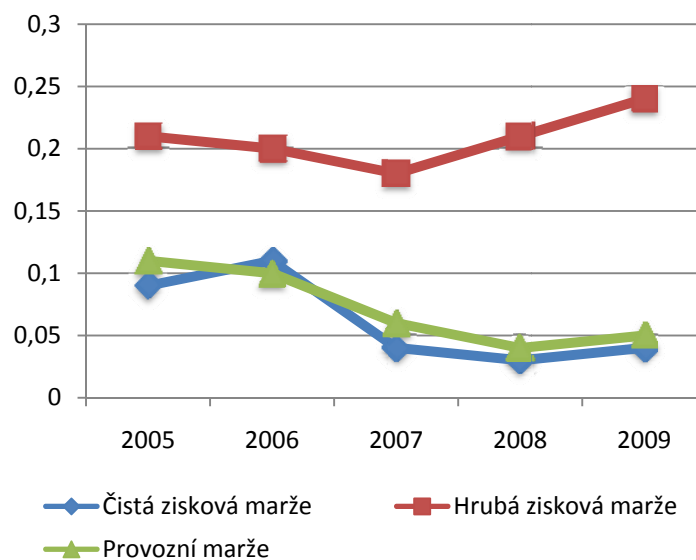
⁶ http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/

pokles. V roce 2009 dochází k mírnému nárůstu. Příznivý obrat je pravděpodobně způsoben snížením osobních nákladů.

Obr. 6: Vývoj rentability v letech 2002 – 2006
[finanční výkazy/vlastní zpracování]



Obr. 7: Vývoj marží v letech 2005 – 2009 [finanční výkazy/vlastní zpracování]



6.2.3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity informují, jak podnik hospodaří s jednotlivými složkami aktiv a jaký to má vliv na výnosnost a likviditu. Pro účely této práce použijí následující ukazatele:

- $\text{Obrat celkových aktiv} = \text{Tržby} / \text{Celková aktiva}$
- $\text{Obrat dlouhodobého hmotného majetku} = \text{Tržby} / \text{Dlouhodobý hmotný majetek}$
- $\text{Doba obratu zásob} = (\text{Zásoby} * 365) / \text{Tržby}$
- $\text{Doba obratu pohledávek} = (\text{Pohledávky z obchodních vztahů} * 365) / \text{Tržby}$
- $\text{Doba obratu závazků} = (\text{Závazky z obchodních vztahů} * 365) / \text{Tržby}$

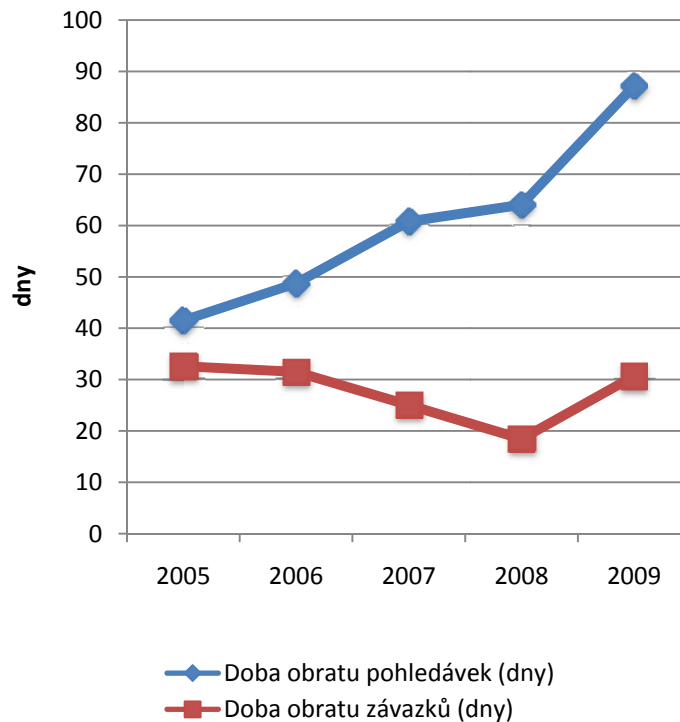
Tab. 11 Ukazatele aktivity [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Aktivita	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat aktiv	2,83	2,37	2,33	1,92	1,36
Obrat dl. hm. majetku	7,47	8,7	9,6	7,1	4,82
Doba obratu zásob (dny)	13,54	28,68	12,26	16,63	18,98
Doba obratu pohledávek (dny)	41,5	48,74	60,8	64,03	87,20
Doba obratu závazků (dny)	32,58	31,48	25,03	18,45	30,67

Obrat aktiv i obrat dlouhodobého hmotného majetku ve všech sledovaných obdobích klesá, což je negativní signál pro společnost, že aktiva, respektive dlouhodobý hmotný majetek od roku 2007 neustále generují menší množství tržeb. **Doba obratu zásob** má kolísavou úroveň.

Naproti tomu **doba obratu pohledávek** roste rychleji než **doba obratu závazků**, přičemž doba obratu pohledávek je v roce 2009 téměř 2x vyšší než roku 2006, což bylo způsobeno velkým nárůstem pohledávek z obchodních vztahů. Jako negativní jev lze hodnotit vyšší dobu obratovosti pohledávek ve všech sledovaných letech oproti době obratu závazků, která v období 2006-2008 klesala.

Obr. 8: Doby obratu pohledávek a závazků v letech 2005 – 2009 [finanční výkazy/vlastní zpracování]



6.2.3.5 Du Pontův rozklad

Provedu rozklad výše uvedených ukazatelů rentability, tj. ROA a ROE pomocí následujících ukazatelů:

- Provozní marže = Provozní VH / Tržby
- Obrat aktiv = Tržby / Aktiva
- Čistá ziskovost tržeb = VH po dani / Tržby
- Finanční páka = Aktiva / VK

Tab. 12 Du Pontův rozklad [finanční výkazy, vlastní zpracování]

Du Pontův rozklad	2005	2006	2007	2008	2009
Provozní marže	0,11	0,1	0,06	0,04	0,05
Obrat aktiv	2,83	2,37	2,33	1,92	1,36
Čistá ziskovost tržeb	0,09	0,11	0,04	0,03	0,04
Finanční páka	1,57	1,5	1,63	1,28	1,26

Výše **finanční páky** má mírně klesající charakter. Nárůst finanční páky by byl možný za předpokladu využívání cizích zdrojů ve struktuře financování. Vyšší zadluženost má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu, ale pouze tehdy, pokud je podnik schopen zhodnotit cizí zdroje více, než jsou náklady na tyto zdroje. Úrokové sazby z dlouhodobých úvěrů se pohybují mezi 3,5 % + PRIBOR⁷, zatímco rentabilita celkového kapitálu dosahuje v posledním roce úrovně 7 %.

6.2.3.6 Rychlý test

Tento přístup umožňuje syntetický pohled na finanční zdraví společnosti.

Tab. 13 Rychlý test – stupnice hodnocení [2]

Rychlý test UKAZATEL	STUPNICE HODNOCENÍ (ZNÁMKY)				
	Velmi dobrý	Dobry	Střední	Špatný	Hrozba insol- vence
	1	2	3	4	5
VK / K	> 30%	> 20%	> 10%	< 10 %	záporný
PCF / T	> 10%	> 8%	> 5%	< 5 %	záporný
ROA	> 15%	> 12%	> 8%	< 8 %	záporná
Doba splácení dluhů	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let

Z výpočtů ukazatelů vyplývají pro OKNO, spol. s r.o. následující hodnoty:

Tab. 14 Rychlý test – hodnoty ukazatelů [vlastní zpracování]

Rychlý test	2005	2006	2007	2008	2009
VK / K	0,64	0,66	0,61	0,78	0,79
PCF / T	0,004	0,009	0,075	-0,0001	0,11
ROA	0,26	0,25	0,09	0,05	0,07
Doba splácení dluhů	0,64	0,64	1,21	0,005	0,005

Na základě stupnice hodnocení a vypočtených hodnot získává společnost OKNO, spol. s r.o. následující známky:

⁷ CSOB, firemní bankéř společnosti OKNO, spol. s r.o.

Tab. 15 Rychlý test – výsledné známky [vlastní zpracování]

Rychlý test	2005	2006	2007	2008	2009
VK / K	1	1	1	1	1
PCF / T	4	4	2	5	1
ROA	1	1	3	4	3
Doba splácení dluhů	1	1	1	1	1
Průměr	1,75	1,75	1,75	2,75	1,5

Podle stupnice hodnocení rychlého testu je společnost OKNO, spol. s r.o. v dobrém finančním zdraví.

6.2.3.7 Altmanův model

Altmanův model využívá 5 základních poměrových ukazatelů a zjištěná hodnota mně umožní udělat úsudek o finančním zdraví podniku. Zde se považují za finančně stabilní podniky s výsledkem větším než 2,70 a podniky náchylné k bankrotu s výsledkem menším než 1,20 pro veřejně neobchodovatelnou společnost na burze. Altmanův model má následující podobu: [6]

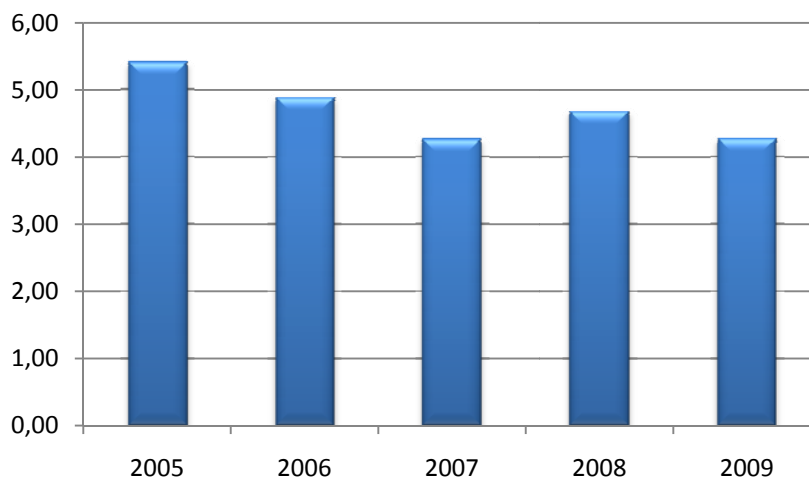
$$Z = 3,107 * (EBIT / A) + 0,998 * (Tržby / A) + 0,42 * (VK / CK) + 0,847 * \\ * (Zadržný zisk / A) + 0,717 * (Čistý pracovní kapitál / A)$$

(6)

Tab. 16 Altmanův model [vlastní zpracování]

Altmanův model	2005	2006	2007	2008	2009
EBIT / A	0,35	0,25	0,14	0,07	0,07
T / A	2,83	2,37	2,33	1,92	1,36
VK / CK	1,8	2,06	1,65	3,62	3,98
Zadržný zisk / A	0,63	0,67	0,61	0,78	0,79
PK / A	0,3	0,45	0,42	0,52	0,51
Z - skóre	5,42	4,90	4,27	4,69	4,28

Graf 9: Vývoj Altmanova Z-skóre v letech 2005-2009 [vlastní zpracování]



Oba syntetické pohledy prokázaly dobré finanční zdraví společnosti OKNO, spol. s r.o., společnost je mimo nebezpečí bankrotu.

6.3 Závěr finanční analýzy

Společnost OKNO spol. s r.o. dosahovala ve všech sledovaných letech kladného provozního i celkového výsledku hospodaření.

Nepříznivá je skutečnost, že tržby podniku se od roku 2007 neustále meziročně snižují. Tato skutečnost je výrazně ovlivněna nástupem ekonomické krize roku 2007, která oblast stavebnictví výrazně zasáhla – strmý pokles poskytnutých hypoték a utlumení stavební poptávky mají výrazně negativní dopad na výrobce stavebních otvorových výplní. Postupné odeznívání krize se pozitivně odrazí i v nárůstu tržeb.

Společnost preferuje interní kapitálové zdroje financování. V případě analyzované společnosti by zvyšování podílu cizích zdrojů v kapitálové struktuře mělo pozitivní dopad na rentabilitu vlastního kapitálu, která je oproti odvětví na nízké úrovni. Multiplikátor kapitálu akcionářů (equity multiplier) je ve všech sledovaných letech větší než 1 a společnost nemá problémy s vytvářením potřebných zisků na krytí úroků z půjček. Důležitá je i skutečnost, že se podniku daří dodržet zlaté pravidlo financování a svůj dlouhodobý majetek

pokrývá dlouhodobými zdroji. Tato skutečnost je ovšem ovlivněna i nízkým podílem dlouhodobého majetku na bilanční sumě.

Společnost dosahuje relativně nízké provozní marže, což je u společností, které jsou úzce spojeny se stavebnictvím, obvyklé. Tato marže je srovnatelná s ostatními konkurenty v oboru plastových otvorových výplní. Největšími nákladovými položkami jsou výkonová spotřeba, což je u výrobního podniku pochopitelné, následovaná osobními náklady. Ostatní nákladové položky jsou v porovnání s předchozími marginální.

Nepříznivá je i skutečnost, že doba obratu pohledávek z obchodních vztahů se neustále zvyšuje, částečně je negativní dopad kompenzován zvyšující se dobou obratu závazků, nicméně je třeba upozornit, že tempo růstu doby obratu pohledávek je výrazně vyšší než tempo růstu doby obratu závazků. Tato skutečnost by mohla mít v budoucnu negativní dopad na cash flow, potažmo na solventnost podniku.

Ukazatelé všech sledovaných stupňů likvidity vykazují hodnoty nad doporučeným pásmem. V řízení likvidity všech stupňů je vhodné věnovat pozornost důslednému a efektivnímu řízení pohledávek a zároveň využívat a řídit finanční zdroje co nejefektivněji.

Z uvedených skutečností se podnik jeví jako finančně zdravý, což prokázaly i oba syntetické modely. Výše uvedené závěry finanční analýzy potvrzují předpoklad pro going concern.

7 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Úkolem strategické analýzy je posoudit, zda je podnik schopen udržet se na trhu a zhodnotit jeho konkurenční pozici. Dalším krokem je analýza rizik spojených s podnikem.

Pomocí analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu určím celkový výnosový potenciál společnosti OKNO spol. s r. o.. Analýza vnějšího potenciálu se skládá z vyhodnocení šancí a rizik, následována prognózou růstu trhu. Analýza vnitřního potenciálu je založena na rozboru silných a slabých stránek, analýze konkurenční pozice a následně prognózy tržního podílu. Výsledkem bude prognóza tržeb oceňovaného podniku.

V úvodu provedu analýzu makroekonomických veličin.

7.1 Makroekonomická analýza

7.1.1 Světová ekonomika a HDP

Světová ekonomika se zotavuje z recese. Od jara 2009 dochází ke zlepšování na akciových trzích a zhruba v téže době se začala oživovat i průmyslová výroba a export. K silnému růstu se vrátila Čína a další asijské ekonomiky.

Ve vývoji HDP v ČR by se na počátku roku 2010 měl projevit vliv stabilizačních opatření jednorázovým mezičtvrtletním poklesem o 0,2 %. Zlepšené vnější podmínky by měly postupně kompenzovat restriktivní dopady stabilizačních opatření. Hlavním růstovým faktorem by se měl stát příspěvek zahraničního obchodu místo dosavadní spotřeby domácností a výdajů vládních institucí. Predikce růstu HDP pro rok 2010 činí 1,3 % oproti minulé predikci 0,3%. V roce 2011 by mělo dojít k mírnému zrychlení na 2,6 %.

Tab. 17 Predikce vývoje HDP ve světové ekonomice a ČR [9]

	2009	2010	2011
	Odhad	Predikce	Predikce
EU27	-4	1,1	2
EA12	-3,9	1,1	1,9
Německo	-5	1,4	1,9
Francie	-2,2	1,3	1,7
Spojené království	-4,7	1,2	2,1
Rakousko	-3,7	1	1,9
USA	-2,6	2	2,5
Maďarsko	-6,9	-1	1,5
Polsko	1,2	2,3	3
Slovensko	-5,3	2,1	3,9
Česká republika	-4	1,3	2,6

7.1.2 Měnová politika a inflace

ČNB využívá k zajištění cenové stability režim cílování inflace, inflační cíl je stanoven na úrovni 2% s tolerančním pásmem ± 1 p.b.. 2T repo sazba byla během 4. čtvrtletí 2009 s ohledem na protiinflační rizika snížena o 0,25 p.b. na 1,00%. Průměrné výnosy desetiletých státních dluhopisů jsou predikovány pro rok 2010 na úrovni 3,8%, v roce 2011 se očekává stabilita na úrovni 4,00%.

7.1.3 Mzdy a nezaměstnanost

V důsledku nižší poptávky a produktivity práce v rozhodujících produkčních odvětvích pokračoval ve 3. a 4. čtvrtletí 2009 meziroční pokles objemu mezd a platů, překvapivý byl vysoký růst nominální průměrné mzdy o 4,8%⁸, který byl způsoben propouštěním zaměstnanců s nižšími mzdami a meziročním poklesem nemocnosti.

V následujícím období se dle signálů z podnikové sféry očekává jen velmi umírněný nárůst průměrných mezd, v roce 2010 by měl pokles dosáhnout 0,7%, v roce 2011 s pokračujícím oživením ekonomiky se předpokládá růst 4,5%.

Míra nezaměstnanosti je predikována pro rok 2010 ve výši 8,8%, rok 2011 ve výši 8,6%.
[9]

7.2 Analýza vnějšího potenciálu a dosavadní tendence relevantního trhu

7.2.1 Vymezení relevantního trhu

Relevantní trh vymezím z hlediska věcného, teritoriálního, zákazníků a konkurentů.

7.2.1.1 Věcné vymezení

Hlavní činností společnosti OKNO, spol. s r.o. je výroba a montáž plastových oken. Ostatní činnosti mají pro celkové tržby minimální význam.

7.2.1.2 Teritoriální vymezení

Za relevantní trh z teritoriálního hlediska považuji trh ČR.

⁸ <http://www.czso.cz/>

7.2.1.3 Vymezení z hlediska zákazníků

Zákazníky společnosti OKNO, spol. s r.o. tvoří z 60% drobní soukromníci, 20% společnosti zabývající se výrobou obytných kontejnerů a stavební společnosti a 20% bytová družstva a společnosti zapojené do dotačního programu PANEL. Společnost je zapojena i do vládního projektu Zelená úsporám.

7.2.1.4 Vymezení z hlediska konkurentů

Mezi hlavní konkurenty považují firmu VEKRA (člen WINDOW Holding), RI OKNA Bzenec, VPO Protivanov a AQ Okna (společnost ukončila činnost v roce 2009). Na celkovém trhu v ČR se pohybuje více než 200 výrobně obchodních nebo obchodních společností.

7.2.1.5 Kvantitativní vymezení – odhad velikosti relevantního trhu

Při odhadu velikosti relevantního trhu jsem vycházela z počtu okenních závěsů určených pro okna na trh v ČR. Na základě následného výpočtu jsem odhadla přibližnou velikost relevantního trhu oken v ČR v peněžních jednotkách.

Tab. 18 Velikost relevantního trhu ČR v mld. Kč a tempo růstu [vlastní zpracování]

Rok	Relevantní trh (mld. Kč)	tempo růstu (%)
2005	15,1	
2006	17,8	17,80%
2007	20,6	15,70%
2008	17,8	-13,60%
2009	13,7	-23,00%

7.2.2 Prognóza vývoje relevantního trhu

Prognózu vývoje relevantního trhu jsem provedla na základě regresní analýzy, kdy za vysvětlující proměnnou jsem zvolila HDP v b.c. z důvodu vysokého koeficientu determinace.

Prognóza velikosti relevantního trhu plastových oken je provedena dle následující rovnice:

$$T = -16,76 + 0,009 * HDP \text{ ČR b. c.}$$

Tab. 19 Prognóza velikosti relevantního trhu ČR v mld. Kč a tempo růstu [vlastní zpracování]

	Rok	Relevantní trh (mld. Kč)	HDP ČR b.c.	tempo růstu (%)
minulost	2005	15,1	2 983,90	
	2006	17,8	3 222,40	17,80%
	2007	20,6	3 535,50	15,70%
	2008	17,8	3 689,00	-13,60%
	2009	13,7	3 534,00	-23,00%
prognóza	2010	15,1	3 544,00	10,20%
	2011	15,8	3 618,40	4,60%
	2012	17,04	3 755,90	7,80%
	2013	18,46	3 913,60	8,30%

7.2.3 Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu provedu jeho kvalitativní hodnocení formou analýzy atraktivity trhu, a to na základě zvolených faktorů, které odrážejí šance a rizika daného trhu.

Tab. 20 Analýza atraktivity trhu ČR [2,vlastní zpracování]

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha ×
		Negativní			Průměr	Pozitivní				
		0	1	2		3	4	5		
Růst trhu	3					x			4	12
Velikost trhu	2				x				3	6
Intenzita konkurence	3		x						1	3
Průměrná rentabilita	2			x					2	4
Bariéry vstupu	1		x						1	1
Možnosti substituce	1			x					2	2
Citlivost na konjunkturu	1		x						1	1
Struktura zákazníků	2						x		5	10
Vlivy prostředí	1			x					2	2
Celkem	16									41

Maximální počet bodů:	96
Dosažený počet bodů:	41
Hodnocení:	43%

Podle dosaženého výsledku je trh **mírně podprůměrně** atraktivní.

Komentář k hodnocení faktorů v tabulce:

Trh ČR považuji za ne zcela nasycený a jsou zde potenciály k **růstu trhu**. Situace na trhu je zároveň charakteristická velmi silnými konkurenty. Jde tedy o to udržet se na trhu a inovovat, přicházet s novými produkty (zejména ekologickými, které by měly splňovat stále náročnější normy) a zároveň s oživením ekonomiky oslovovat nové zákazníky.

Velikost trhu vymezují průměrně.

Intenzita přímé konkurence existuje v oblasti výrobců a dodavatelů stavebních otvorových výplní velká v podobě tuzemských a zahraničních výrobců. Výrobci si neustále konkurují technickými inovacemi. Velmi intenzivní je i pronikání výrobků na trh ČR z Polska, které se vyznačují především nízkou cenou. Intenzita konkurence je tedy značná.

Průměrnou rentabilitu hodnotím dle nízkých hodnot rentability odvětví jako průměrnou.

Odvětví výroby otvorových výplní je průměrně náročné na technologie, **bariéry vstupu** do odvětví jsou tedy minimální. Náročnost kapitálu je také průměrná.

Substitutem pro plastová okna a dveře jsou dřevěná okna a dveře a hliníkové profily. Vzhledem k nenáročnosti údržby a nízké cenové úrovni vzhledem k ostatním substitutům považuji **možnost substituce** mírně nadprůměrně.

Obecně je stavebnictví velmi citlivé na fáze hospodářského cyklu. V době, kdy se ekonomiky nachází ve spodní části hospodářského cyklu, lze očekávat snížený objem poskytnutých hypoték a zároveň nízkou úroveň investičních výdajů a zvýšenou snahu o tvorbu úspor u obyvatelstva. **Citlivost na konjunkturu** považuji za výraznou.

Strukturu zákazníků hodnotím mírně nadprůměrně, rozsah je široký - od velkých stavebních firem až k drobným soukromým investorům.

Vlivy prostředí, zejména pak vývoj HDP, výrazně ovlivňuje relevantní trh otvorových výplní.

7.3 Analýza konkurenční síly podniku a jeho vnitřního potenciálu

Cílem analýzy konkurenční síly a vnitřního potenciálu podniku je především odhad tržních podílů oceňované firmy v budoucnu. K dosažení tohoto cíle využiji údaje o dosavadních tržních podílech oceňovaného podniku a také analýzu silných a slabých stránek podniku.

Na základě těchto údajů následně provedu prognózu vývoje tržního podílu podniku v budoucnu.

7.3.1 Stanovení tržního podílu a jeho vývoj

K určení tržního podílu společnosti OKNO, spol. s r.o. využiji informace o velikosti relevantního trhu v peněžních jednotkách a velikosti tržeb společnosti.

Tab. 21 Tržní podíl OKNO, spol. s r.o. [vlastní zpracování]

	Minulost				
	2005	2006	2007	2008	2009
Tržní podíl OKNO, spol. s r.o. (%)	1,18%	1,17%	1,06%	0,80%	0,73%

7.3.1.1 Konkurenční pozice podniku a faktory, které ji ovlivňují

V této části analýzy se budu věnovat faktorům, které ovlivňují konkurenční pozici podniku OKNO spol. s r.o. na trhu a faktorům, které ovlivňují jeho celkový vnitřní potenciál. Výsledkem této části analýzy by mělo být zjištění, do jaké míry je podnik schopen v budoucnu konkurovat na trhu, využít svůj potenciál, či případně čelit možným hrozbám.

Přímé faktory

Přímé faktory mohou ovlivnit vnímání potenciálních zákazníků a jejich vztah ke společnosti a jejím produktům.

Základním faktorem, který ovlivňuje konkurenční sílu podniku a jeho vnímání ze strany zákazníků je kvalita produktu. Produkty společnosti OKNO, spol. s r.o. jsou na vysoké úrovni a snesou srovnání s dlouhodobě zavedenými výrobci. Cenová úroveň je optimální k poměru ceny a kvality nakoupeného zboží. V oblasti komunikace s trhem, prezentace značky a reklamy se společnost snaží oslovovat své klienty prostřednictvím mediální reklamy. Úroveň webových stránek je spíše na průměrné úrovni. Vhodným nástrojem, který by měl zvýšit kvalitativně úroveň komunikace, je využívání a výtěžnost referencí od spokojených zákazníků. V oblasti komunikace s odbornou veřejností je vhodná účast na veletrzích zaměřených na stavebnictví. Otázka prodeje a prodejních kanálů úzce souvisí s již zmíněnou komunikací s trhem. Pozitivně hodnotím snahu společnosti o dostatečnou síť servisních a obchodních zastoupení.

Nepřímé faktory

Nyní se zaměřím na několik nepřímých faktorů, které ovlivňují konkurenční sílu podniku a jeho postavení. Tyto faktory sice nejsou vnímány přímo zákazníkem, avšak vytvářejí určité zázemí podniku.

První faktor, na který se zaměřím, je kvalita managementu. V pozici jednatelů působí od vzniku společnosti v roce 1994 pan Jiří Kovář a ing. Olga Jandlová. Pod jejich vedením společnost úspěšně rostla. Ovšem po tolika letech v čele společnosti je vhodné obklopit se novým manažerským týmem, který dokáže vnést do řízení společnosti nové impulzy. Důležité je i aktualizovat strategické cíle a vize společnosti. Současná ekonomická situace nabízí vhodnou chvíli k analýze současného stavu a prostor k identifikování silných stránek, které povedou k růstu tržeb a tržního podílu společnosti.

Tab. 22 *Hodnocení managementu společnosti [2, vlastní zpracování]*

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
Schopnost tvořit vize	Žádné			x					Vedení má jasnou vizi
Schopnost tvořit strategie	Žádná				x				Vedení má jasnou strategii
Schopnost prognózovat	Špatná			x					Mimořádná
Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle					x			Realistické pohledy
Plánování běžné činnosti	Žádné					x			Pravidelně, obsáhle
Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení						x		Jasná kompetence a hodnoty
Osobní kvalifikace	Nedostatečná					x			Vysoce kvalifikovaný
Schopnost se učit	Strnulost v minulém				x				Vysoká, zájem o nové
Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování						x		Schopnost rychle nalézt řešení
Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost				x				Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	5	4	1	0	
Body x četnost		0	0	0	15	16	5	0	

Získaný počet bodů	36
Průměrný počet bodů	3,6

Druhým významným faktorem, který ovlivňuje postavení a konkurenční sílu podniku je jeho výkonný personál. Zhodnocení tohoto faktoru lze provést například na výstupech z předchozí části diplomové práce (z finanční analýzy) nebo na základě veřejně publikovaných výročních zpráv.

Tab. 23 Hodnocení výkonného personálu [2, vlastní zpracování]

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5	6		
A. Kvalifikace a fluktuace										
Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností					x				Provoz nevyžaduje speciální odbornost
Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval				x					Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům				x					Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku										
Obečné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost					x				Spokojenost, důvěra v budoucnost
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali „vnitřní výpověď“						x			Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady										
Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost				x					Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
Náklady na školení	Minimální				x					Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	0	1	4	2	0	0		
Body x četnost		0	0	2	12	8	0	0		

Získaný počet bodů	22
Průměrný počet bodů	3,1

Inovace, výzkum a vývoj

Dalším z nepřímých faktorů důležitých pro situaci výrobního podniku je přítomnost inovací ve výrobě a investic do výzkumu a vývoje. Tyto faktory se bohužel v oceňované společnosti nevyskytují a tím společnost ztrácí možnost získání významné konkurenční výhody v budoucnu.

7.3.1.2 Shrnutí konkurenční pozice

Po analýze přímých a nepřímých faktorů, které působí na konkurenční pozici podniku, provedu souhrnné bodové hodnocení. Některé hodnocené faktory považuji za důležitější než ostatní.

Z níže uvedené tabulky vyplývají následující výsledky:

Maximálně možný počet bodů = $6 * 18 = 108$

Získaný počet bodů = 52

Hodnocení: $52 / 108 = 0,481 = 48 \%$

Z výsledku vyplývá, že hodnocený podnik se z hlediska své konkurenční pozice nachází ve středním spektru konkurenčních podniků. Silnou stránkou podniku je především cenová úroveň jím nabízených produktů (poměr cena / výkon) a dále pak stabilní a zkušený management. Slabou stránkou podniku absence inovací a průměrně hodnocená komunikace se zákazníky. Na základě hodnocení konkurenční síly podniku OKNO, spol. s r.o. a dosavadního vývoje tržního podílu budu prognózovat růst tržního podílu společnosti.

Tab. 24 Konkurenční síla oceňovaného podniku[2, vlastní zpracování]

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivita						Body	Váha x body
		Negativní			Průměr	Pozitivní			
		0	1	2		3	4		
Přímé faktory	Kvalita a technická úroveň	3					x	4	12
	Cenová úroveň	3					x	4	12
	Komunikace a image	2			x			2	4
	Servis a služby	1			x			3	3
	Management společnosti	2			x			3	6
Nepřímé faktory	Výkonný personál	2			x			3	6
	Inovace, výzkum a vývoj	2	x					0	0
	Dlouhodobý majetek a investice	3			x			3	9
Celkem	18								52

7.3.1.3 Hodnocení perspektivnosti podniku

Perspektivnost oceňovaného podniku budu hodnotit v rovině atraktivita trhu – konkurenční síla, které byly stanoveny v předcházející části analýzy. K hodnocení využiji tzv. bostonskou matici:

Tab. 25 Bostonská matice [2, vlastní zpracování]

Konkurenční síla (~48 %)	Velká	3.	2.	1.
		Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
		6.	5.	4.
	Střední	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	OKNO, spol. s.r.o. Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
		9.	8.	7.
		Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
	Malá	Nízká	Střední	Vysoká
		Atraktivita trhu (~43 %)		

7.3.1.4 Prognóza vývoje tržního podílu na trhu ČR a tržeb společnosti OKNO, spol.

s r.o.

Z výše uvedeného vývoje a analýzy konkurenční síly podniku předpokládám, že společnost si v budoucnosti udrží svůj tržní podíl cca 0,8%.

Tab. 26 Prognóza vývoje tržního podílu OKNO, spol. s r.o. [vlastní zpracování]

	Rok	Tržby OKNO (v tis. Kč)	Tržní podíl %	tempo růstu (%)
minulost	2005	178130	1,18%	
	2006	207469	1,17%	16,50%
	2007	218545	1,06%	5,30%
	2008	142567	0,80%	-34,80%
	2009	100496	0,73%	-29,50%
prognóza	2010	120800	0,80%	20,20%
	2011	126400	0,80%	4,64%
	2012	136320	0,80%	7,85%
	2013	147680	0,80%	8,34%

Průměrné tempo růstu tržeb pro první fázi je 10,25 %, přičemž se dá předpokládat, že pro druhou fázi bude tempo růstu nižší. Odvětví stavebnictví, na které je výroba otvorových výplní závislá, je silně vázáno na konjunkturu. Česká ekonomika je malá otevřená ekonomiky se silnou vazbou na západní státy spolu s ekonomikou USA, které se ještě nedostali z negativních dopadů recese. Pro trh budu tedy předpokládat pro druhou fázi –pokračující hodnota tempo růstu na úrovni 5 %.

7.4 Shrnutí a závěr strategické analýzy

Účelem strategické analýzy bylo odpovědět na alespoň na tyto tři hlavní otázky:

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- Jaký vývoj trhu, konkurence a tržeb lze očekávat?
- Jaká rizika jsou s podnikem spojena?

Na základě analýzy vnějšího potenciálu je možno konstatovat, že společnost OKNO, spol. s r.o. je podnik s dobrou perspektivou a tudíž je splněn předpoklad „going concern“, a lze proto použít pro ocenění výnosové metody.

Tržní podíl OKNO, spol. s r.o. se bude držet na stabilní úrovni kolem 0,8%. Rizika oceňované společnosti spatřuji především v oblasti obchodního rizika, a to v tom, že produkce společnosti je velmi citlivá na konjunkturu a je málo diverzifikovaná. Tyto faktory rizika budou promítnuty do koeficientu β při stanovení diskontní míry.

8 GENERÁTORY HODNOTY A FINANČNÍ PLÁN

Za generátory hodnoty je považován soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. [2]

Ve své práci se zaměřím na následující základní generátory hodnoty:

- tržby,
- provozní ziskovou marži.

Ovšem nejprve je nutné rozčlenit aktiva na provozně potřebná a nepotřebná a stanovit korigovaný provozní výsledek hospodaření.

8.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Za provozně nepotřebná aktiva jsem určila dlouhodobý finanční majetek, který má portfoliový charakter, a to v plné výši. Finanční majetek oceňované společnosti představují peníze a účty v bankách. Peněžní prostředky z důvodu nedostatku relevantních informací jsem stanovila na doporučených 20%⁹ krátkodobého cizího kapitálu. Ostatní položky souvisí s hlavním provozem podniku.

8.1.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozčlenění aktiv je vhodné určit kapitál, který je investovaný do aktiv provozně potřebných. Při výpočtu vycházím z bilanční sumy, od které jsem odečetla nepotřebná aktiva a oběžná aktiva jsem snížila o závazky. Provozně nutný investovaný kapitál jsem získala jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

⁹ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*, Praha Ekopress 2007, str. 121

Tab. 27 DM provozně potřebný a nepotřebný [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008	2009
Dlouhodobý majetek (celkem)	24 316	24 665	23 231	20 365	21 301
Dlouhodobý nehmotný majetek (provozně potřebný)	477	695	363	152	312
Dlouhodobý hmotný majetek (provozně potřebný)	23 839	23 859	22 756	20 088	20 989
Dlouhodobý finanční majetek (provozně potřebný)	0	0	0	0	0
Celkem provozně potřebný dlouhodobý majetek	24 316	24 554	23 119	20 240	21 301
Dlouhodobý majetek (provozně nepotřebný)	0	111	112	125	125

Tab. 28 Provozně potřebná výše peněžních prostředků [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008	2009
Kr. fin. majetek – v rozvaze	10 426	12 413	20 005	15 602	18 983
Kr. fin. majetek – provozně nutný	3 700	4 590	6 240	2 980	2 905
Kr. fin. majetek – provozně nenutný	6 726	7 823	13 765	12 622	16 078

Tab. 29 Celková aktiva provozně potřebná a nepotřebná [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008	2009
Aktiva celkem	63 040	87 692	93 961	74 112	73 722
Dl. aktiva provozně potřebná	24 316	24 554	23 119	20 240	21 301
Oběžná aktiva provozně potřebná	30 692	54 497	56 384	40 703	36 007
Časové rozlišení aktivní	1 306	707	581	422	336
Aktiva provozně potřebná	56 314	79 758	80 084	61 365	57 644
Dl. aktiva provozně nepotřebná	0	111	112	125	125
Oběžná aktiva provozně nepotřebná	6 726	7 823	13 765	12 622	16 078
Aktiva provozně nepotřebná	6 726	7 934	13 877	12 747	16 203

Tab. 30 Provozně nutný investovaný kapitál [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008	2009
Dlouhodobý majetek provozně nutný	24 316	24 554	23 119	20 240	21 301
Upravený pracovní kapitál	12 191	31 578	25 203	25 806	21 482
Provozně nutný investovaný kapitál	36 507	56 132	48 322	46 046	42 783

8.1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Provozní výsledek hospodaření je nyní nutné upravit o výnosy a náklady, které souvisejí s provozně nepotřebnými aktivy. Použiji provozní hospodářský výsledek, abych zajistila vyloučení mimořádného výsledku hospodaření.

Po určení KPVH přistoupím k propočtu rentability provozně nutného investovaného kapitálu:

Tab. 31 Korigovaný provozní výsledek hospodaření [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008	2009
Provozní výsledek hospodaření	20 395	21 459	12 854	5 813	4 925
Vyloučení VH z prodeje majetku	-269	-603	-1 814	-558	-195
KPVH	20 126	20 856	11 040	5 255	4 730
Odpisy	2 317	3 069	3 597	3 380	2 399
KPVH před odpisy a zdaněním	22 443	23 925	14 637	8 635	7 129

Tab. 32 Rentabilita investovaného kapitálu [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008	2009
Dlouhodobý majetek provozně nutný	24 316	24 554	23 119	20 240	23 543
Upravený pracovní kapitál	12 191	31 578	25 203	25 806	21 482
Provozně nutný investovaný kapitál	36 507	56 132	48 322	46 046	42 783
KPVH po odpisech	20 126	20 856	11 040	5 255	4 730
Rentabilita investovaného kapitálu	55,13%	37,15%	22,85%	11,41%	11,06%
Daňová sazba	26%	24%	24%	21%	20%
Rentabilita investovaného kapitálu po dani	40,79%	28,24%	17,36%	9,02%	8,85%

8.2 Generátory hodnoty

8.2.1 Tržby

Prognóza tržeb pro období 2010-2013 vychází ze závěrů strategické analýzy (Tab.26). Pro první fázi počítám s tempem růstu tržeb ve výši 10,25%, pro druhou fázi 5%.

8.2.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je druhým klíčovým generátorem hodnoty. Pro výpočet použiji následující poměr:

$$\text{Provozní zisková marže} = \text{KPVH před daněmi a odpisy} / \text{Tržby} \quad (2)$$

Tab. 33 Vývoj provozní marže v letech 2005-2009 [vlastní zpracování]

	2005	2006	2007	2008	2009
KPVH před daněmi a odpisy	22 443	23 925	14 637	8 635	7 129
Tržby (tis. Kč)	178 130	207 469	218 545	142 567	100 496
Zisková marže	12,60%	11,53%	6,70%	6,06%	7,09%

Dle tabulky vývoje ziskové marže v minulosti je patrná její klesající tendence. Pro prognózu vývoje použiji nezávislou prognózu ziskové marže.

8.2.2.1 Prognóza ziskové marže shora

Mezi hlavní faktory, které ziskovou marži ovlivňují, patří intenzita konkurence, osobní náklady a ostatní provozní náklady. Dle závěrů strategické analýzy a vlivu faktorů intenzity konkurence předpokládám spíše mírně negativní vývoj do budoucna, tedy spíše její ustálení. Podíl osobních nákladů na tržbách se každoročně zvyšuje, tato skutečnost je však ovlivněna výhradně snižujícími se tržbami. Tempo růstu osobních nákladů je od roku 2007 klesající, v roce 2009 došlo k prudkému poklesu, který byl způsoben snížením počtu zaměstnanců z 98 na 65. Podíl osobních nákladů se nebude do budoucna zvyšovat, předpokládám spíše snížení na hodnoty roku 2006-2007. Vliv na ziskovou marži je tedy pozitivní. Položka ostatních provozních nákladů je nevýrazná, její vliv na provozní marži hodnotím neutrálně.

Výsledná prognóza ziskové marže je na základě předcházejících závěrů mírně pozitivní, především vlivem vývoje osobních nákladů budu předpokládat mírný vzestup.

Tab. 34 Prognóza vývoje ziskové marže pro období 2010-2013 [vlastní zpracování]

	2010	2011	2012	2013
Tržby (tis.Kč)	120 800	126 400	136 320	147 680
Zisková marže (%)	7,23%	7,50%	8,20%	8,35%
KPVH před daněmi a odpisy	8 734	9 480	11 178	12 331

8.2.2.2 Prognóza dlouhodobého majetku

Společnost plánuje investice do DNM ve výši 0,5 mil. Kč. V roce 2010 a 2013. Jedná se o software, doba odpisování 3 roky.

Tab. 35 Plánované investice do DNM (v tis. Kč) [vlastní zpracování]

DNM	2009	2010	2011	2012	2013
Původní - odpisy	0	0	0	0	0
zůstatková hodnota	312	312	312	312	312
Nový - investice netto		500	0	0	500
pořizovací hodnota k 31.12.		500	500	500	500
odpisy nového DNM		0	167	167	167
investice brutto		500	0	0	500
Celkem - odpisy celkem	0	0	167	167	167
zůstatková hodnota	312	812	645	478	811

Do DHM – stavby se plánují investice ve výši 2,6 mil. Kč rozložené do 2 let. Doba odpisování 30 let.

Tab. 36 Plánované investice do DHM (v tis. Kč) [vlastní zpracování]

Stavby	2009	2010	2011	2012	2013
Původní - odpisy	641	641	641	641	641
zůstatková hodnota	15 047	14 406	13 765	13 124	12 483
Nový - investice netto		1 300	1 300	0	0
pořizovací hodnota k 31.12.		1 941	3 925	3 925	3 925
odpisy nového DHM		0	43	86	86
investice brutto		1 941	1 984	0	0
Celkem - odpisy celkem	641	641	684	727	727
zůstatková hodnota	15 047	16 347	17 647	16 963	16 322

Tab. 37 Plánované investice do DHM – pozemky (v tis. Kč) [vlastní zpracování]

Pozemky	2009	2010	2011	2012	2013
Pozemky - zůstatková hodnota	1 434	1 434	1 434	1 434	1 434

Do DHM – samostatné movité věci se plánují každoroční investice ve výši 200 tis. Kč., předpokládám dobu lineárního odpisování 6 let.

Tab. 38 Plánované investice DHM – movité věci (v tis. Kč) [vlastní zpracování]

Samostatné movité věci	2009	2010	2011	2012	2013
Původní - odpisy	1 758	1 224	399	287	276
zůstatková hodnota	3 286	2 062	1 663	1 376	1 100
Nový - investice netto		200	200	200	200
pořizovací hodnota k 31.12.		1 424	2 023	2 510	2 986
odpisy nového DNM		0	34	68	102
investice brutto		1 424	599	487	476
Celkem - odpisy celkem	1 758	1 224	433	355	378
zůstatková hodnota	3 286	3 486	2 262	1 731	1 576

8.3 Finanční plán

Finanční plán integruje hlavní veličiny, které byly prognózovány pomocí generátorů v předchozích kapitolách. Finanční plán se skládá z následujících finančních výkazů – výsledovky, výkazu cash flow a rozvahy – které ovšem nejsou sestaveny ve stejném členění jako účetní výkazy, které jsou součástí účetní závěrky. Úpravy pro účely ocenění spočívají v rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný. Ve výsledovce je používán korigovaný provozní výsledek hospodaření a výkaz cash flow počítá s volným cash flow za provozní činnost. [2]

8.3.1 Plánovaná výsledovka

Tab. 39 Plánovaná výsledovka (v tis.Kč) [vlastní zpracování]

	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží a vlastní výroby	100 496	120 800	126 400	136 320	147 680
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
Obchodní marže	0	0	0	0	0
Výkony	97 481	121 063	126 473	136 449	147 827
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100 496	120 800	126 400	136 320	147 680
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 015	263	73	129	147
Aktivace	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	72 763	87 459	91 514	98 696	106 920
Přidaná hodnota	24 718	33 604	34 959	37 753	40 907
Osobní náklady	14 184	17 045	17 835	19 235	20 838
Daně a poplatky	303	309	315	321	327
Změna stavu rezerv a opr. položek (+/-)	-1137	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	150	181	189	204	221
Ostatní provozní náklady	491	592	619	668	724
KPVH před odpisy	7 129	15 221	14 574	9 133	10 471
Zisková marže	7,09%	7,23%	7,50%	8,20%	8,35%
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	2 399	1 865	1 284	1 249	1 272
KPVH po odpisech	4 730	13 356	13 290	7 884	9 199

Při sestavování plánované výsledovky jsem vycházela ze závěrů generátorů tržeb, náklady na prodané zboží jsou prognózovány dle podílů nárůstu tržeb a vývoje v minulosti. Změnu stavu rezerv a opravných položek do budoucna nezahrnuji, v položce daně a poplatky je uvažováno s nárůstem 2% ročně.

Tab. 40 Výsledek hospodaření z neprovozních aktiv (v tis.Kč) [vlastní zpracování]

	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	195	0	0	0	0
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	3	3	3	3	3
Ostatní finanční výnosy	396	396	396	396	396
Ostatní finanční náklady	410	410	410	410	410
Výsledek hospodaření z neprov. aktiv	184	-11	-11	-11	-11

Pro prognózované období neuvažuji o prodeji nepotřebného majetku a materiálu, ostatní položky odpovídají úrovni roku 2009.

Tab. 41 Výsledek hospodaření za běžnou činnost (v tis. Kč) [vlastní zpracování]

	2009	2010	2011	2012	2013
Sazba daně z příjmů právnických osob	20%	19%	19%	19%	19%
Daň z příjmů za běžnou činnost	983	2 536	2 523	1 496	1 746
- splatná	983	2 536	2 523	1 496	1 746
- odložená	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3 747	10 820	10 767	6 388	7 453

Neuvažuji o mimořádném výsledku hospodaření.

Tab. 42 Výsledek hospodaření za účetní období (v tis.Kč) [vlastní zpracování]

	2009	2010	2011	2012	2013
Výsledek hospodaření za účetní období	3 747	10 820	10 767	6 388	7 453
Výplata podílů	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Příděl do nerozděleného zisku	1 747	8 820	8 767	4 388	5 453

S ohledem na informace vedení společnosti je předpokládána výplata podílů a zisků na úrovni 2 mil Kč i do budoucna.

8.3.2 Plánovaný výkaz cash flow

Plánovaný výkaz peněžních toků je sestaven na základě prognózy generátorů hodnoty a plánované výsledovky.

Tab. 43 Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč) [vlastní zpracování]

	2010	2011	2012	2013
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 1.1.	19 561	24 560	31 118	36 660
KPVH po odpisech	13 356	13 290	7 884	9 199
Daň z příjmů právnických osob	2 536	2 523	1 496	1 746
KPVH po dani	10 820	10 767	6 388	7 453
Úpravy o nepeněžní operace	1 865	1 284	1 249	1 272
Odpisy stálých aktiv (+)	1 865	1 284	1 249	1 272
Změna stavu opravných položek a rezerv	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	-1 810	-899	403	-829
Změna stavu pohledávek	-2 843	-1 413	-507	-1 874
Změna stavu krátkodobých závazků	1 482	736	1 306	1 498
Změna stavu zásob	-449	-222	-396	-453
CF z provozní činnosti celkem	10 875	11 152	8 040	7 896
Investice do provozně nutného dlouhod. majetku	-3 865	-2 583	-487	-976
CF z provozně nutného majetku	7 010	8 569	7 553	6 920
Platba nákladových úroků	0	0	0	0
Výnosové úroky	3	3	3	3
Ostatní finanční výnosy	396	396	396	396
Ostatní finanční náklady	-410	-410	-410	-410
Změna neprovozních pohledávek	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0
Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. příjmy	-11	-11	-11	-11
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	0	0	0	0
CF z provozně nepotřebného majetku	-11	-11	-11	-11
Změna stavu dlouhodobých bankovních úvěrů	0	0	0	0
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	0	0	0	0
Vyplacené podíly ze zisku	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000
CF z finanční činnosti celkem	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000
CF CELKEM za účetní období	4 999	6 558	5 542	4 909
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 31.12.	24 560	31 118	36 660	41 569

8.3.3 Plánovaná rozvaha

Tab. 44 Plánovaná rozvaha – aktiva (v tis. Kč) [vlastní zpracování]

AKTIVA (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý majetek	20 204	22 204	22 113	20 731	20 268
DNM (provozně potřebný)	312	812	645	478	811
DHM (provozně potřebný)	19 767	21 267	21 343	20 128	19 332
DFM	125	125	125	125	125
provozně potřebný	0	0	0	0	0
provozně nepotřebný	125	125	125	125	125
Oběžná aktiva	36 007	38 765	40 548	41 712	44 338
Zásoby	5 227	4 846	5 068	5 464	5 917
Materiál	3 428	3 778	3 951	4 260	4 613
Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0
Výrobky	969	1 068	1 117	1 204	1 304
Zboží	0	0	0	0	0
Pohledávky	27 875	30 718	32 131	32 638	34 512
provozně potřebné	27 875	30 718	32 131	32 638	34 512
provozně nepotřebné	0	0	0	0	0
Krátk. fin. majetek (prov. potřebný)	2 905	3 201	3 349	3 610	3 909
Krátk. fin. majetek (prov. nepotřebný)	16 656	22 564	30 375	36 287	41 075
Časové rozlišení	336	336	336	336	336
AKTIVA CELKEM	73 567	83 869	93 372	99 066	106 017

Tab. 45 Plánovaná rozvaha – pasiva (v tis. Kč) [vlastní zpracování]

PASIVA (tis.Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál	57 474	66 294	75 061	79 449	84 902
Základní kapitál	100	100	100	100	100
Kapitálové fondy	107	107	107	107	107
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
OR z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
Rezervní, nedělit. a ost. fondy ze zisku	0	0	0	0	0
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	10	10	10	10	10
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	53 510	55 257	64 077	72 844	77 232
Nerozdělený zisk minulých let	53 510	56 032	64 852	73 619	78 007
Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0	0	0	0	0
VH běžného účetního období	3 747	10 820	10 767	6 388	7 453
Cizí zdroje	15 374	16 856	17 592	18 898	20 396
Rezervy	130	130	130	130	130
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	14 525	16 007	16 743	18 049	19 547
- neúročené	14 525	16 007	16 743	18 049	19 547
- úročené	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	719	719	719	719	719
PASIVA CELKEM	73 567	83 869	93 372	99 066	106 017

8.3.4 Finanční analýza plánu

Tab. 46 Poměrové ukazatele finančního plánu [vlastní zpracování]

Ukazatel	2010	2011	2012	2013
Provozní CF v pojetí účetního výkazu peněžních toků	10 875	11 152	8 040	7 896
<i>Likvidita</i>				
Okamžitá likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20
Pohotová likvidita	2,11	2,12	2,00	1,96
Běžná likvidita	2,42	2,42	2,31	2,27
<i>Zadluženost</i>				
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	79,00%	80,00%	80,00%	80,00%
<i>Rentabilita hlavního provozu</i>				
Rentabilita tržeb z KPVH po dani (zisková marže)	8,96%	8,52%	4,69%	5,05%
Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu z KPVH	19,47%	20,70%	25,25%	27,44%
<i>Aktivita</i>				
Doba obratu zásob (dny)	17,4	17,39	17,4	17,38
Doba obratu pohledávek (dny)	92,82	92,7	87,3	85,3
Doba obratu obchodních závazků (dny)	48,36	48,36	48,32	48,31

Ukazatele v rámci této finanční analýzy jsou konstruovány v souladu s použitými ukazateli v části finanční analýzy.

8.4 Závěr generátorů hodnoty a finančního plánu

Hodnoty ve finančním plánu ukazují, že podnik je schopen tvořit kladný výsledek hospodaření, kladné provozní cash flow. Následná finanční analýza potvrzuje neohrožené trvání podniku do budoucna. Na základě těchto závěrů lze předpokládat, že pokud nedojde k výrazným odlišnostem, podnik splňuje koncept „going concern“.

9 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

Vzhledem k tomu, že na základě uvedených analýz jsem zjistila, že podnik splňuje předpoklad going concern, je možné jej ocenit výnosovými metodami, z nichž volím metodu diskontovaného cash flow entity (DCF Entity) a metodu EVA.

9.1 Stanovení diskontní míry

Diskontní míra je tvořena průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC), přičemž pro výpočet nákladů vlastního kapitálu použiji model oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

9.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Pro výpočet použiji vzorec z teoretické části této práce:

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

přičemž R je přírážka za malou společnost a/nebo za sníženou likviditu.

9.1.1.1 Bezriziková úroková míra - r_f

Za bezrizikovou úrokovou míru považuji aritmetický průměr 10 a 15-letých českých státních dluhopisů. ISIN CZ0001002547 ve výši 5,70%, emitovaného 15.2.2010 a ISIN CZ0001002471 ve výši 5,00% emitovaného dne 18.1.2010 a 8.3.2010. Výsledná bezriziková úroková míra činí 5,23%.

9.1.1.2 Koeficient β

Při stanovení koeficientu β použiji metodu analogie. Zvolila jsem 2 odvětvové β v USA, 3 v Evropě a 1 na rozvíjejících se trzích. Obory jsou zvoleny dle příbuznosti k oboru podnikání společnosti OKNO, spol. s r.o.

Tab. 47 Koefficienty nezadlužených β [8]

	Počet firem	Koefficient β
USA		
<i>Building Materials</i>	54	0,98
<i>Homebuilding</i>	29	0,80
Evropa		
<i>Building Materials</i>	64	0,83
<i>Retail Bulding Supply</i>	13	1,25
<i>Homebuilding</i>	28	0,92
Emerging Markets		
<i>Building Materials</i>	192	1,03

Výslednou nezadluženou β volím na úrovni 0,9683, která je stanovena aritmetickým průměrem šesti koeficientů pro USA, Evropu a rozvíjející se trhy.

9.1.1.3 Riziková prémie trhu – RPT

Riziková prémie trhu představuje rozdíl mezi výnosností tržního portfolia, které je zatíženo rizikem a bezrizikovou výnosovou mírou. Podle výpočtů profesora Damodarana činí riziková prémie trhu v období 1928 – 2009 4,29% [8]. Předpokládám, že tato výše se pro dobu finančního plánu výrazně nezmění.

9.1.1.4 Riziková prémie země – RPZ

Rating ČR je podle agentury Moody's A1¹⁰. Riziková prémie země je definována jako součin rizika selhání země a podílu volatility trhu akcií a vládních dluhopisů zvýšené, resp. snížené o rozdíl v dlouhodobě prognózované inflaci mezi danými zeměmi. Matematicky tedy:

$$RPZ = RSZ \cdot \frac{\sigma_{akcií}}{\sigma_{dluhopisů}} + (\pi_{CR} - \pi_{USA})$$

(2)

¹⁰ <http://www.mfcr.cz>

kde:

- RSZ je riziko selhání země vypočtené jako rozdíl výnosnosti do doby splatnosti amerických podnikových obligací s ratingem A1 (4,97 %) ¹¹ a výnosem do doby splatnosti bezrizikových amerických státních dluhopisů (3,87 %) ¹¹. Data výnosností obou druhů dluhopisů jsou k 5.4.2010. Riziko selhání země s ratingem A1 je tedy 1,1 %.
- σ je volatilita trhu akcií resp. Vládních dluhopisů.
- π^{12} je míra inflace v daných zemích; dlouhodobá prognóza (Tab. 48)

Tab. 48 Prognózy míry inflace v ČR a USA [vlastní zpracování]

	2010	2011	2012	2013
Míra inflace v ČR	1,61%	2,10%	2,00%	2,00%
Míra inflace v USA	1,70%	1,90%	1,90%	2,00%
Rozdíl	-0,09%	0,20%	0,10%	0,00%
Průměr	0,053%			

Tab. 49 Riziková prémie země [vlastní zpracování]

Riziko selhání země	1,10%
Podíl volatilit USA a ČR	2,8 ¹³
Rozdíl v inflaci USA a ČR	0,053%
Riziková prémie země	3,13%

¹¹ http://finance.yahoo.com/bonds/composite_bond_rates

¹² http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_20100224_part4.htm, <http://www.mfcr.cz>

¹³ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*, Praha Ekopress 2007, str. 222

9.1.1.5 Jiné přírážky – R

Vzhledem k tomu, že společnost OKNO, spol. s r.o. patří k menším firmám v oboru, zahrnují přírážku za malou společnost ve výši 1,5%. Společnost dle finanční analýzy vykazuje vysoké ukazatele likvidity nad doporučenými hodnotami, přírážku za sníženou likviditu tedy nezahrnu.

Tab. 50 Výsledné náklady vlastního kapitálu dle CAPM [vlastní zpracování]

	2010	2011	2012	2013
Bezriziková úroková míra	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%
Nezadlužená β	0,9683	0,9683	0,9683	0,9683
Riziková prémie kap. Trhu	4,29%	4,29%	4,29%	4,29%
Riziková prémie země	3,13%	3,13%	3,13%	3,13%
Přírážka za malou spol.	1,5	1,5	1,5	1,5
Přírážka za nižší likviditu	-	-	-	-
Náklady VK	14,01%	14,01%	14,01%	14,01%

9.1.2 Náklady cizího kapitálu

Tab. 51 Náklady cizího kapitálu [vlastní zpracování]

Náklady CK	2010-2013
Úročený CK	0
Nákladové úroky	0
Úroková sazba	0,00%
Daňová sazba	19,00%
Náklady CK	0,00%

9.1.3 Výsledná diskontní míra pro ocenění

Tab. 52 Výsledná diskontní míra WACC pro ocenění [vlastní zpracování]

	2010	2011	2012	2013
i_K (WACC)	14,01%	14,01%	14,01%	14,01%

9.2 Ocenění metodou DCF Entity

Pro výpočet hodnoty podniku použijí dvoufázovou metodu DCF Entity dle následujícího vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2)$$

9.2.1 Výpočet FCFF a 1. fáze

Tab. 53 Výpočet FCFF a 1. fáze [vlastní zpracování]

1. fáze				
	2010	2011	2012	2013
KPVH po dani	10 820	10 767	6 388	7 453
(-) investice netto	-3810	-2198	1165	-533
FCFF	7 010	8 569	7 553	6 920
WACC	14,01	14,01	14,01	14,01
odúročitel	0,88	0,77	0,68	0,59
DCF	6168,8	6598,13	5136,04	4082,8
Hodnota 1.fáze	21 986			

9.2.2 Výpočet pokračující hodnoty

Pro výpočet pokračující hodnoty použijí Gordonův vzorec:

$$PH = \frac{FCFF_{2014}}{i_k - g} = \frac{7266}{0,0901} = 80644$$

Diskontováním pokračující hodnoty získám hodnotu 2. fáze.

9.2.3 Výsledná hodnota podniku OKNO, spol. s r.o. dle metodou DCF Entity

Tab. 54 Výsledná hodnota brutto metodou DCF Entity [vlastní zpracování]

Hodnota 1. fáze	21 986
Hodnota 2. fáze	47 731
Hodnota brutto	69 717
Provozně nepotřebný majetek	16 203
Hodnota brutto k 1.1.2010	85 920

Výsledná hodnota podniku OKNO, spol. s r.o. k 1.1.2010 stanovená metodou DCF Entity

~ 85 920 tis. Kč ~

9.3 Ocenění metodou EVA

Pro stanovení hodnoty je nutné nejprve určit NOA a NOPAT.

9.3.1 Stanovení NOA

Při stanovení NOA vycházím z hodnot investovaného kapitálu, který jsem již spočítala (Tab. 30). Vzhledem k tomu, že společnost disponuje majetkem pořízeným na leasing, je nutné hodnoty investovaného kapitálu upravit. Podnik má pořízené 1 nákladní vozidlo Mercedes-Benz na leasing. Majetek je zařazen do 2. odpisové skupiny. Jiným majetkem, který není vykázán v rozvaze, společnost nedisponuje.

Úpravy o goodwill nejsou potřeba, protože jej společnost vykazuje v nulové hodnotě. To též platí i pro přecenění majetku na tržní hodnoty.

Tab. 55 Výpočet NOA [vlastní zpracování]

(tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Investovaný kapitál	42 783	44 837	45 793	44 269	44 934
Mimorozvahový majetek	0	0	0	0	0
ZC dl. maj. na leasing	1 112	834	556	278	0
NOA	43 895	45 671	46 349	44 547	44 934

9.3.2 Stanovení NOPAT

Pro určení NOPAT vycházím z již stanovené výše KPVH před daní, který upravím o operace provedené v souvislosti se stanovením NOA.

Tab. 56 Stanovení NOPAT [vlastní zpracování]

(tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
NOPAT	4 752	13 343	13 277	7 871	9 164

9.3.3 Výsledná hodnota podniku OKNO, spol. s r.o. pomocí EVA

Pro určení hodnoty brutto jsem použila následující vzorec:

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

Tab. 57 Stanovení hodnoty 1. fáze [vlastní zpracování]

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NOPAT	4 752	13 343	13 277	7 871	9 164	9 622
NOA (k 31.12.)	43 895	45 671	46 349	44 547	44 934	
NOA (t-1) * WACC		6 150	6 399	6 493	6 241	6 295
EVA		7 193	6 878	1 378	2 923	3 327
WACC		14,01%	14,01%	14,01%	14,01%	14,01%
Odúročitel		0,88	0,77	0,68	0,59	
diskontovaná EVA		6 330	5 296	937	1 725	

Tab. 58 Výsledná hodnota brutto metodou EVA
[vlastní zpracování]

Hodnota brutto	
Současná hodnota 1.fáze	14 288
Současná hodnota 2.fáze	14 038
MVA	28 236
NOA k datu ocenění	43 895
Provozně nepotřebný majetek	16 203
Hodnota brutto k 1.1.2010	88 424

Výsledná hodnota podniku OKNO, spol. s r.o. k 1.1.2010 stanovená metodou ekonomické přidané hodnoty je:

~ 88 424 tis. Kč ~

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce s názvem „Projekt stanovení hodnoty podniku OKNO, spol. s r.o. využitím výnosových metod oceňování“ bylo stanovení tržní hodnoty oceňovaného podniku.

Pro posouzení celkového finančního stavu byla zpracována finanční analýza, která prokázala dobré finanční zdraví. Podnik dosahoval ve všech sledovaných obdobích kladného provozního i celkového výsledku hospodaření. Ukazatele rentability jsou kladné, bohužel nedosahují takových hodnot jako odvětví. Tato skutečnost je částečně ovlivněna vysokým podílem vlastního kapitálu a preferováním interních zdrojů financování. Pomocí modelů rychlého testu a Altmanova modelu byl splněn předpoklad „going concern“.

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku. Konkurenční pozice dosahuje 48%, což řadí společnost OKNO, spol. s r.o. do středního spektra konkurenčních podniků a společnost si udržuje stabilní tržní podíl. Na základě výsledků analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu je společnost OKNO, spol. s r.o. hodnocena jako podnik s dobrou perspektivou. Lze konstatovat, že i výsledky strategické analýzy potvrdily předpoklad „going concern“, tj. neomezené trvání podniku a lze tudíž použít pro výsledné ocenění výnosové metody.

Při stanovení diskontní míry, která promítá faktor rizika a času do výsledného ocenění, byla zohledněna vysoká intenzita konkurence a citlivost na konjunkturu.

Prognóza generátorů hodnoty tvoří základní kostru finančního plánu, který umožňuje určit, zda navržená projekce vede k přijatelné majetkové a finanční struktuře.

Pro stanovení tržní hodnoty oceňovaného podniku bylo použito výnosových metod - metody diskontovaných peněžních toků (DCF Entity) a ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Mezi výsledky metody DCF Entity a EVA jsou jen malé rozdíly, které jsou patrně způsobeny modifikací vstupních dat pro metodu EVA, která byla upravena zohledněním mimořádhového majetku (leasingu), se kterým metoda DCF Entity nepočítá.

Pro stanovení výsledné hodnoty podniku OKNO, spol. s r.o. je na základě uvedených skutečností vhodné použít výsledek stanovený metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA).

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY*Monografie*

- [1] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-227-6.
- [2] MAŘÍK, M. a kol.: Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [3] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Diskontní míra v oceňování. Praha: VŠE Institut oceňování majetku, 2001. ISBN 80-245-0228-3.
- [4] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: EKOPRESS, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [5] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A.: Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Praha: LINDE, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [6] SMEJKAL, V., RAIS, K.: Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích. Praha: Grada Publishing, 2010. 354 s. ISBN 978-80-247-3051-6.

Internetové zdroje

- [7] Česká národní banka [online] [cit. 5-4-2010] Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz>
- [8] Damodaran Online [online] [cit. 5-4-2010] Dostupné z WWW: <http://www.damodaran.com>, <http://www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [9] Ministerstvo financí ČR [online] [cit. 15-3-2010] Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz>,
http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_52642.html
- [10] Obchodní zákoník [online] [cit. 10-3-2010] Dostupné z WWW: <http://www.obchodni-zakonik.eu>
- [11] OKNO, spol. s r. o. [online] [cit. 8-2-2010] Dostupné z WWW: <http://www.oknozl.cz>
- [12] Institut oceňování majetku při VŠE v Praze [online][10-2-2010] Dostupné z WWW: <http://www.iom.vse.cz>

Článek v časopise

- [13] BRABENEC, T. Je beta spolehlivým měřítkem rizika v období hospodářských poklesů? *Oceňování*. 2009, roč. 2, č.3, s. 3-16.
- [14] MAŘÍKOVÁ, P. Vztah metody DCF a EVA pro ocenění podniku s důrazem na vliv leasingu. *Oceňování*. 2009, roč. 2, č. 2, s. 26-52.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
DCF	diskontované cash flow
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCFF	volné cash flow do firmy
HDP	hrubý domácí produkt
MVA	hodnota přidaná trhem
NOA	čistá operativní aktiva
NOPAT	zisk z operativní činnosti po zdanění
PH	pokračující hodnota
PRIBOR	referenční mezibankovní úroková sazba pro CZK
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
WACC	vážené průměrné náklady kapitálu

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1: Varianty výpočtu FCFF [2]	23
Obr. 2: Dvoufázová metoda [2]	25
Obr. 3: Výpočet EVA Entity.....	33
Obr. 4: Vývoj ukazatele likvidity v letech 2005-2009 [finanční výkazy/vlastní zpracování]	45
Obr. 5: Vývoj ukazatelů dlouhodobé finanční rovnováhy [finanční výkazy/vlastní zpracování]	46
Obr. 6: Vývoj rentability v letech 2002 – 2006 [finanční výkazy/vlastní zpracování]	48
Obr. 7: Vývoj marží v letech 2005 – 2009 [finanční výkazy/vlastní zpracování].....	48
Obr. 8: Doby obratu pohledávek a závazků v letech 2005 – 2009 [finanční výkazy/vlastní zpracování].....	50
Graf 9: Vývoj Altmanova Z-skóre v letech 2005-2009 [vlastní zpracování].....	53

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1 Podíl vybraných aktiv na bilanční sumě [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	39
<i>Tab. 2 Meziroční změny vybraných aktiv [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	40
<i>Tab. 3 Podíl vybraných pasiv na bilanční sumě [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	41
<i>Tab. 4 Meziroční změny vybraných pasiv [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	41
<i>Tab. 5 Podíl vybraných položek výkazu Z/Z na celkových tržbách [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	42
<i>Tab. 6 Meziroční změna vybraných položek výkazu Z/Z [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	43
<i>Tab. 7 Upravená provozní marže [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	44
<i>Tab. 8 Ukazatele likvidity [4, finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	44
<i>Tab. 9 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	46
<i>Tab. 10 Ukazatele rentability [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	47
<i>Tab. 11 Ukazatele aktivity [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	49
<i>Tab. 12 Du Pontův rozklad [finanční výkazy, vlastní zpracování]</i>	50
<i>Tab. 13 Rychlý test – stupnice hodnocení [2]</i>	51
<i>Tab. 14 Rychlý test – hodnoty ukazatelů [vlastní zpracování]</i>	51
<i>Tab. 15 Rychlý test – výsledné známky [vlastní zpracování]</i>	52
<i>Tab. 16 Altmanův model [vlastní zpracování]</i>	52
<i>Tab. 17 Predikce vývoje HDP ve světové ekonomice a ČR [8]</i>	55
<i>Tab. 18 Velikost relevantního trhu ČR v mld. Kč a tempo růstu [vlastní zpracování]</i>	57
<i>Tab. 19 Prognóza velikosti relevantního trhu ČR v mld. Kč a tempo růstu [vlastní zpracování]</i>	58
<i>Tab. 20 Analýza atraktivity trhu ČR [2, vlastní zpracování]</i>	58
<i>Tab. 21 Tržní podíl OKNO, spol. s r.o. [vlastní zpracování]</i>	60
<i>Tab. 22 Hodnocení managementu společnosti [2, vlastní zpracování]</i>	61
<i>Tab. 23 Hodnocení výkonného personálu [2, vlastní zpracování]</i>	62
<i>Tab. 24 Konkurenční síla oceňovaného podniku [2, vlastní zpracování]</i>	64
<i>Tab. 25 Bostonská matice [2, vlastní zpracování]</i>	64
<i>Tab. 26 Prognóza vývoje tržního podílu OKNO, spol. s r.o. [vlastní zpracování]</i>	65
<i>Tab. 27 DM provozně potřebný a nepotřebný [vlastní zpracování]</i>	68
<i>Tab. 28 Provozně potřebná výše peněžních prostředků [vlastní zpracování]</i>	68

Tab. 29 Celková aktiva provozně potřebná a nepotřebná [vlastní zpracování]	68
Tab. 30 Provozně nutný investovaný kapitál [vlastní zpracování]	68
Tab. 31 Korigovaný provozní výsledek hospodaření [vlastní zpracování]	69
Tab. 32 Rentabilita investovaného kapitálu [vlastní zpracování]	69
Tab. 33 Vývoj provozní marže v letech 2005-2009 [vlastní zpracování]	70
Tab. 34 Prognóza vývoje ziskové marže pro období 2010-2013 [vlastní zpracování]	71
Tab. 35 Plánované investice do DNM (v tis. Kč) [vlastní zpracování]	71
Tab. 36 Plánované investice do DHM (v tis. Kč) [vlastní zpracování]	71
Tab. 37 Plánované investice do DHM – pozemky (v tis. Kč) [vlastní zpracování]	72
Tab. 38 Plánované investice DHM – movité věci (v tis. Kč) [vlastní zpracování]	72
Tab. 39 Plánovaná výsledovka (v tis.Kč) [vlastní zpracování]	73
Tab. 40 Výsledek hospodaření z neprovozních aktiv (v tis.Kč) [vlastní zpracování]	73
Tab. 41 Výsledek hospodaření za běžnou činnost (v tis. Kč) [vlastní zpracování]	74
Tab. 42 Výsledek hospodaření za účetní období (v tis.Kč) [vlastní zpracování]	74
Tab. 43 Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč) [vlastní zpracování]	75
Tab. 44 Plánovaná rozvaha – aktiva (v tis. Kč) [vlastní zpracování]	76
Tab. 45 Plánovaná rozvaha – pasiva (v tis. Kč) [vlastní zpracování].....	77
Tab. 46 Poměrové ukazatele finančního plánu[vlastní zpracování]	78
Tab. 47 Koeficienty nezadlužených β [7]	80
Tab. 48 Prognózy míry inflace v ČR a USA[vlastní zpracování]	81
Tab. 49 Riziková prémie země [vlastní zpracování]	81
Tab. 50 Výsledné náklady vlastního kapitálu dle CAPM [vlastní zpracování]	82
Tab. 51 Náklady cizího kapitálu [vlastní zpracování]	82
Tab. 52 Výsledná diskontní míra WACC pro ocenění [vlastní zpracování]	82
Tab. 53 Výpočet FCFF a 1. fáze [vlastní zpracování].....	83
Tab. 54 Výsledná hodnota brutto metodou DCF Entity [vlastní zpracování].....	84
Tab. 55 Výpočet NOA [vlastní zpracování]	85
Tab. 56 Stanovení NOPAT[vlastní zpracování]	85
Tab. 57 Stanovení hodnoty 1. fáze [vlastní zpracování].....	85
Tab. 58 Výsledná hodnota brutto metodou EVA [vlastní zpracování]	86

SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha PI Rozvaha
- Příloha PII Výkaz zisků a ztrát
- Příloha PIII Výkaz peněžních toků

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA

Označ.	A K T I V A k 31. prosinci v tis. Kč	řad.	Účetní období				
			Netto	Netto	Netto	Netto	Netto
a	b	c	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
	AKTIVA CELKEM (ř.02+03+31+63)	1	63 040	87 692	93 961	74112	73722
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	2	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek (ř.04+13+23)	3	24 316	24 665	23 231	20365	21301
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 12)	4	810	695	363	152	312
B.I.1.	Zřizovací výdaje	5	0	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	6	0	0	1	0	0
3.	Software	7	477	695	363	152	152
4.	Ocenitelná práva	8	0	0	0	0	0
5.	Goodwill	9	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	10	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	11	0	0	0	0	160
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	12	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	13	23 839	23 859	22 756	20088	20864
B.II.1.	Pozemky	14	1434	1434	1434	1434	1434
2.	Stavby	15	16753	16140	15957	15330	15047
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	16	5500	6 133	5 365	3079	3286
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	17	0	0	0	0	0
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	18	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	19	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	20	0	0	0	79	358
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	21	152	152	0	166	739
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	22	0	0	0	0	0
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)	23	0	111	112	125	125
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	24	0	111	112	125	125
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	25	0	0	0	0	0
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	26	0	0	0	0	0
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	27	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	28	0	0	0	0	0
6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	29	0	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	30	0	0	0	0	0

Označ.	A K T I V A k 31. prosinci v tis. Kč	řád.	Účetní období				
			Netto	Netto	Netto	Netto	Netto
a	b	c	2 007	2 008	2 009	2 008	2 009
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+48+58)	31	37 418	62 320	70 149	53325	52085
C.I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	32	6609	16305	7343	6494	5227
C.I.1.	Materiál	33	2125	7046	4637	2175	3428
2.	Nedokončená výroba a polotovary	34	0	0	0	0	0
3.	Výrobky	35	3368	8276	2144	4319	969
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	36	0	0	0	0	0
5.	Zboží	37	0	0	0	0	0
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	38	1116	983	562	0	830
C. II.	Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)	39	0	15	15	15	0
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	40	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	41	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	42	0	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	43	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	44	0	15	15	15	0
6.	Dohadné účty aktivní	45	0	0	0	0	0
7.	Jiné pohledávky	46	0	0	0	0	0
8.	Odložená daňová pohledávka	47	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)	48	20 383	33 587	42 786	31214	27875
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	49	20 251	27 706	36 403	25008	24011
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	50	0	500	500	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	51	0	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	52	0	0	0	500	500
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	53	0	0	0	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	54	0	5 310	5 672	4707	3356
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	55	0	0	0	991	0
8.	Dohadné účty aktivní	56	0	0	0	0	0
9.	Jiné pohledávky	57	132	71	211	8	8
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)	58	10 426	12 413	20005	15602	18983
C.IV.1.	Peníze	59	1187	1904	1138	1230	675
2.	Účty v bankách	60	9 239	10 509	18867	14372	18308
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	61	0	0	0	0	0
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	62	0	0	0	0	0
D.I.	Časové rozlišení (ř.64+65+66)	63	1 306	707	581	422	336
D.I.1.	Náklady příštích období	64	1 306	707	581	422	336
2.	Komplexní náklady příštích období	65	0	0	0	0	0
3.	Příjmy příštích období	66	0	0	0	0	0

Označ.	P A S I V A k 31. prosinci v tis. Kč	řád.	Období				
			2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
a	b	c					
	PASIVA CELKEM (ř.68+85+118)	67	63 374	87 692	93 961	74112	73722
A.	Vlastní kapitál (ř.69+73+78+81+84)	68	40 260	58 456	57 721	57752	58348
A.I.	Základní kapitál (ř.70+71+72)	69	100	100	100	100	100
A.I.1.	Základní kapitál	70	100	100	100	100	100
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	71	0	0	0	0	0
3.	Změny základního kapitálu	72	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy (ř. 74 až 77)	73	0	4	4	18	107
A.II.1.	Emisní ážio	74	0	0	0	0	0
2.	Ostatní kapitálové fondy	75	0	4	4	0	0
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	76	0	0	0	18	107
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	77	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř.79+80)	78	10	10	10	10	10
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	79	10	10	10	10	10
2.	Statutární a ostatní fondy	80	0	0	0	0	0
			23762	36150	48795	53607	54285
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř.82+83)	81					
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	82	23762	36150	48795	53607	54285
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	83					
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	84	16 388	22 192	8 812	4 017	3 846
B.	Cizí zdroje (ř.86+91+102+114)	85	22 397	28 466	35 049	15989	14655
B.I.	Rezervy (ř. 87 až 90)	86	3 896	5 547	3 868	1092	130
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	87	3 896	0	0	0	0
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	88	0	0	0	0	0
3.	Rezerva na daň z příjmů	89	0	5 547	3 868	1 092	130
4.	Ostatní rezervy	90	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř. 92 až 101)	91	0	0	0	0	0
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	92	0	0	0	0	0
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	93	0	0	0	0	0
3.	Závazky - podstatný vliv	94	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	95	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	96	0	0	0	0	0
6.	Vydané dluhopisy	97	0	0	0	0	0
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	98	0	0	0	0	0
8.	Dohadné účty pasivní	99	0	0	0	0	0
9.	Jiné závazky	100	0	0	0	0	0
10.	Odložený daňový závazek	101	0	0	0	0	0

Označ.	P A S I V A k 31. prosinci v tis. Kč	řád.	Období				
			2 005	2 006	2 007	2008	2009
a	b	c					
B.III.	Krátkodobé závazky (ř. 103 až 113)	102	18 501	22 919	31 181	14897	14525
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	15 902	17 892	14 987	7207	8445
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	104	0	0	0	0	0
3.	Závazky - podstatný vliv	105	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	106	0	2559	2429	4149	4866
5.	Závazky k zaměstnancům	107	805	1 181	1 104	818	670
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	108	417	473	600	378	366
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	1377	-6 188	66	107	178
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	0	7 002	11 995	2238	0
9.	Vydané dluhopisy	111	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	112	0	0	0	0	0
11.	Jiné závazky	113	0	0	0	0	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř.115+116+117)	114	0	0	0	0	0
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115	0	0	0	0	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116	0	0	0	0	0
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	117	0	0	0	0	0
C.I.	Časové rozlišení (ř.119+120)	118	717	770	1 191	371	719
C.I.1.	Výdaje příštích období	119	717	770	1 191	371	719
2.	Výnosy příštích období	120	0	0	0	0	0

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT

Označ.	Výkaz zisků a ztrát k 31. prosinci v tis. Kč	číslo řádku	Účetní období				
			2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
a	b	c					
I.	Tržby za prodej zboží	1	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2	0	0	0	0	0
+	Obchodní marže (ř. 01-02)	3	0	0	0	0	0
II.	Výkony (ř.05+06+07)	4	176 393	212 378	212 413	144 742	97 481
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	178 130	207 469	218 545	142 567	100 496
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	6	-1737	4909	-6132	2175	-3015
II.3.	Aktivace	7	0	0	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	8	139 612	171 896	173 437	114378	73531
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	9	101 115	128 036	128 960	81366	50824
B.2.	Služby	10	38 497	43 860	44 477	33012	22707
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-08)	11	36 781	40 482	38 976	30364	23950
C.	Osobní náklady (ř. 13 až 16)	12	15 174	19 488	23 514	21254	14184
C.1.	Mzdové náklady	13	11 108	14 265	17 217	15748	10677
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	3 948	5 054	6 113	5399	3438
C.4.	Sociální náklady	16	118	169	184	107	68
D.	Daně a poplatky	17	169	122	161	175	303
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	2 317	3 069	3 597	3380	2399
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř.20+21)	19	10 818	603	1987	659	195
III.1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	10 383	603	1987	91	195
III.2	Tržby z prodeje materiálu	21	435	0	0	568	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř.23+24)	22	10549	0	173	101	0
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	10549	0	173	89	0
F.2.	Prodaný materiál	24	0	0	0	12	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	-630	-4429	-3069	-109	1137
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	1060	1 737	80	327	150
H.	Ostatní provozní náklady	27	685	3 113	3 813	736	1347
V.	Převod provozních výnosů	28	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	29	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	30	20 395	21 459	12 854	5813	4925
	(ř. 11-12-17-18+19-22-25+26-27+28-29)						

Označ.	Výkaz zisku a ztrát k 31. prosinci v tis. Kč	číslo řádku	Účetní období				
			2 007	2 008	2 009	2 008	2 009
a	b	c					
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34+35+36)	33	0	0	0	0	0
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34	0	0	0	0	0
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35	0	0	0	0	0
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	38	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	41	25	16	9	8	3
X.	Výnosové úroky	42	0	0	3	0	0
N.	Nákladové úroky	43	2395	1545	884	1034	396
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	631	828	1 064	1746	410
O.	Ostatní finanční náklady	45	0	0	0	0	0
XII.	Převod finančních výnosů	46	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	47					
*	Finanční výsledek hospodaření (ř. 31-32+33+37-38+39-40-41+42-43+44-45+46-47)	48	1789	733	-174	-704	-117
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.50+51)	49	5 796	0	3 868	1 092	962
Q.1.	-splatná	50	5796	0	3868	1092	962
Q.2.	-odložená	51	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř.30+48-49)	52	22184	22192	12680	5109	4808
XIII.	Mimořádné výnosy	53	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	54	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř.56+57)	55	0	0	0	0	0
S.1.	-splatná	56	0	0	0	0	0
S.2.	-odložená	57					
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř.53-54-55)	58	0	0	0	0	0
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59					
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř.52+58-59)	60	16388	22192	8812	4017	3846
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř.30+48+53-54)	61	22184	22192	12680	5109	4808

PŘÍLOHA P III: VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ

Přehled o peněžních tocích k 31. prosinci v tis. Kč	Účetní období				
	2005	2006	2007	2008	2009
P. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	19929	10426	12413	20005	15602
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti					
Z: Účetní zisk nebo ztráta z provozní činnosti před zdaněním	22184	22192	12680	5109	4808
A.1. Úpravy o nepeněžní operace	1828	-1979	-1319	485	103
A.1.1. Odpisy stálých aktiv	2317	3069	3597	3380	2399
A.1.2. Změna stavu:	-489	-5048	-4916	-2895	-2296
A.1.2.2. rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-630	-4429	-3096	-2885	-2098
A.1.3. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje stálých aktiv	166	-603	-1814	-2	-195
A.1.4. Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	-25	-16	-6	-8	-3
A*. Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu, finančními a mimořádnými položkami	24012	20213	11361	5594	4911
A.2. Změna potřeby pracovního kapitálu	18187	18333	9045	-4524	3815
A.2.1. Změna stavu pohledávek z provozní činnosti a aktivních účtů časového rozlišení	-4409	13108	-8600	11731	3268
A.2.2. Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti a pasivních účtů časového rozlišení	14346	4471	8683	17104	-720
A.2.3. Změna stavu zásob	568	-9696	8962	849	1267
A.** Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, finančními a mimořádn. položkami	5825	1880	20406	1070	8726
A.3. Zaplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků			-3		
A.4. Přijaté úroky	25	16	9	8	3
A.5. Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-5796	0	-3868	-1092	-962
A.6. Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy					
A.*** Čistý peněžní tok z provozní činnosti	54	1896	16544	-14	7767
B.*** Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-6941	-3147	-1392	41	-1386
C.*** Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-2616	3238	-7560	-4430	-2422
F. Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	-9503	1987	7592	-4403	3959
R. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	10426	12413	20005	15602	19561